

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
INSTITUTO DE RELAÇÕES INTERNACIONAIS

FERNANDO LUIZ BRANDÃO MARQUES

Os Efeitos da Crise Financeira sobre a Autonomia dos Bancos Centrais: as Decisões do Banco do México entre 2009 e 2014.

São Paulo

2017

FERNANDO LUIZ BRANDÃO MARQUES

Os Efeitos da Crise Financeira sobre a Autonomia dos Bancos Centrais: as Decisões do Banco do México entre 2009 e 2014.

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Relações Internacionais do Instituto de Relações Internacionais da Universidade de São Paulo, para obtenção do título de Mestre em Ciências.

Orientadora: Prof.^a Dr.^a Maria Antonieta Del Tedesco Lins

Versão corrigida

A versão original se encontra disponível na Biblioteca do Instituto de Relações Internacionais e na Biblioteca Digital de Teses e Dissertações da USP, documentos impressos e eletrônicos.

São Paulo

2017

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

Catálogo na Publicação*

Instituto de Relações Internacionais da Universidade de São Paulo

Marques, Fernando Luiz Brandão

Os efeitos da crise financeira sobre a autonomia dos bancos centrais: a atuação do Banco do México entre 2009 e 2014. /Fernando Luiz Brandão Marques.; orientadora Prof.^a Dr.^a Maria Antonieta Del Tedesco Lins. São Paulo, 2016.

72 p.

Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, 2016.

1. Política Econômica Internacional. 2. Política Monetária – México (2009-2014). 3. Crise Financeira. 4. Banco Central – México (2009-2014) I. Lins, Maria Antonieta Del Tedesco. II. Os efeitos da crise financeira sobre a autonomia dos bancos centrais: a atuação do Banco do México entre 2009 e 2014.

CDD 332.0972

En ese sentido, como ya lo he dicho en otras ocasiones, el principal producto intangible que debe generar el Banco de México es la confianza.

Agustín Carstens, julio de 2012

Agradecimentos

Não poderia iniciar meus agradecimentos senão por minha família (Cida, Luiz, Tássia e Cristina), cujo investimento devotado em minha formação, não apenas permitiu que eu concluísse o Mestrado, mas também que gozasse de uma vida rica e plena. Minha gratidão jamais será suficiente. Ao longo dos últimos dois anos, muitas figuras cruzaram meu caminho e deixaram contribuições diversas, mas igualmente importantes. Por isso, gostaria de agradecer o José Luiz Pimenta Jr., responsável direto pelo meu ingresso no Programa de Pós-Graduação do IRI, que aconselhou em meus primeiros passos acadêmicos e compartilhou bons momentos de amizade enquanto trabalhamos juntos. Agradeço ao Departamento de Relações Internacionais e Comércio Exterior da FIESP, que me possibilitou a conclusão dos créditos do curso sem prejuízo ao meu desenvolvimento profissional. Agradeço especialmente à minha orientadora, Prof.^a Dr.^a Maria Antonieta Del Tedesco Lins, detentora de uma paciência comparável apenas ao seu conhecimento, por ter me guiado nos momentos mais críticos desta dissertação. Ao meu amigo Daniel Barbosa Garzillo, que compartilhou meu sonho acadêmico com bom humor e amizade, mesmo durante os delírios existencialistas mais entediantes de nossa animada convivência. Ao Vinícius Neves dos Santos, companheiro de trincheira acadêmica, pessoal e profissional, que juntamente com Carolina Cover, Juliana Suzuki e Laura Bilbao, formou um colchão de liquidez emocional que descansou minhas angústias durante todo o processo. Aos meus companheiros de longa data, Ana e Marcelo, Bia e Renan, Du e Cássia, Dan e Renato, Laila e Gustavo, Léo e Manu, Bruninha e Ciniro, Darta, Pedro, Caio e Marília, Covos e Fabi, Tércio, Pizza, Jójão, Douglas, Dener, Vavá e Banderas, pela simples presença em minha caminhada. E, por fim, ao amor da minha vida, Aline, que em breve será aumentado pela chegada do nosso Miguelito.

Resumo

O objetivo do trabalho foi avaliar se a crise de 2008 afetou os pilares conceituais da autonomia dos bancos centrais, como o compromisso com a manutenção da estabilidade de preços como objetivo singular da política monetária. Devido ao seu perfil institucional e seu contexto de atuação, as decisões do Banco do México (Banxico) entre 2009 e 2014 serviram como objeto do estudo de caso. A análise textual das decisões permite afirmar que, diante da severidade dos efeitos da crise, o Banxico adotou uma política monetária eclética no período, já que abandonou ocasionalmente seu mandato constitucional de compromisso com a estabilidade de preços, mesmo que sem prejuízos ao cumprimento das metas de inflação. Por um lado, o banco seguiu conservador na utilização da taxa de juros como principal instrumento monetário, sem recorrer à compra direta de ativos e outros mecanismos não convencionais aplicados nos países industrializados. Por outro, o banco demonstrou sensibilidade à degradação do cenário internacional e da atividade doméstica, tanto ao manter os juros inalterados durante um longo período, como ao reduzi-los sucessivamente diante do fraco desempenho da produção entre 2013 e 2014. Assim, ao menos durante a crise, o comportamento do Banxico se afastou das definições convencionais sobre a autonomia do banco central, o que reforçou a natureza política da organização.

Palavras-chave: banco central, crise financeira internacional, política monetária, México.

Abstract

This article aimed at evaluating if the 2008 financial crisis affected the conceptual foundations of the central bank's autonomy, that are related to the maintenance of price stability as a single objective of the monetary policy. Due to its institutional profile and its operational context, the decisions of the Banco de Mexico (Banxico) served as the object for the case study. The textual analysis of the decisions sought to demonstrate that, in face of the severity of the crisis, Banxico has chosen to apply an eclectic monetary policy in the period, as it occasionally abandoned its constitutional mandate oriented towards price stability, even without harm to the achievement of the inflation targets. On the one hand, the bank remained conservative in the use of the interest rate as the main policy instrument, without resorting to the direct asset purchase or other non-conventional mechanisms applied by industrialized countries. On the other, the bank demonstrated sensitivity to the degradation of the international markets and domestic activity, both by keeping the interest rate at the same level for a longer period as by reducing it successively before the poor output performance of 2013 and 2014. Thus, at least during the crisis, Banxico's behavior departed from the conventional definitions of the autonomy of central banks, which reinforced the political nature of the organization.

Key-words: central banking, financial global crisis, monetary policy, Mexico.

Lista de Figuras

Figura 1 - Evolução das Reservas Internacionais do México entre dez/93 e dez/95.....	37
Figura 2 - Evolução da taxa de câmbio do México entre dez/93 e dez/95	37
Figura 3 - Evolução dos juros dos CETES para 28 dias entre dez/93 e dez/95	37
Figura 4 – Preço do petróleo e evolução das reservas cambiais jan/08 e dez/14	43
Figura 5 – Remessas ao México e desemprego na construção civil dos Estados Unidos (média móvel)....	43
Figura 6 - Evolução de Componentes do IGAE entre 2008 e 2014 (média trimestral)	43
Figura 7 - Evolução mensal da taxa de juros (fondeo) entre jan/08 e dez/14.....	48
Figura 8 - Evolução mensal do INPC (acumulado em 12 meses) e as metas de inflação	49

Lista de Tabelas

Tabela 1 – Alterações estatutárias dos bancos centrais da Am. Latina durante os anos 1990	23
Tabela 2 – Normas para a Junta dos Governadores do Banxico (cf. Art. 41)	34
Tabela 3 - Análise dos Condicionantes das Decisões de Política Monetária do Banxico.....	51

Lista de Siglas e Abreviaturas

\$	<i>Peso Mexicano</i>
%	<i>Porcentagem</i>
£	<i>Libra Esterlina</i>
€	<i>Euro</i>
BANXICO	<i>Banco de México</i>
BCE	<i>Banco Central Europeu</i>
BIS	<i>Banco de Compensações Internacionais</i>
BoE	<i>Banco da Inglaterra</i>
CETES	<i>Certificados da Tesouraria</i>
EZLN	<i>Exército Zapatista de Libertação Nacional</i>
Fed	<i>Reserva Federal dos Estados Unidos</i>
FMI	<i>Fundo Monetário Internacional</i>
GATT	<i>Acordo Geral de Comércio e Tarifas</i>
IGAE	<i>Índice Geral de Atividade Econômica</i>
INEGI	<i>Instituto Nacional de Estatística e Geografia</i>
INPC	<i>Índice Nacional de Preços ao Consumidor</i>
IPN	<i>Instituto Politécnico Nacional</i>
Junta	<i>Junta dos Governadores do Banco do México</i>
NAFTA	<i>Tratado de Livre Comércio da América do Norte</i>
NCM	<i>Novo Consenso Monetário</i>
OCDE	<i>Organização para Cooperação e o Desenvolvimento Econômico</i>
p.p	<i>Pontos percentuais</i>
PAN	<i>Partido de Ação Nacional</i>
PEMEX	<i>Petróleos Mexicanos</i>
PRD	<i>Partido Revolucionário Democrático</i>
PRI	<i>Partido Revolucionário Institucional</i>
PRONASOL	<i>Programa Nacional de Solidariedade</i>
RBNZ	<i>Banco de Reserva da Nova Zelândia</i>
TELMEX	<i>Teléfonos do México</i>
US\$	<i>Dólares dos Estados Unidos</i>
ZLB	<i>Limite Inferior Zero</i>

Sumário

Introdução	10
Revisão Teórica	14
<i>A natureza dos bancos centrais e o fenômeno da inconsistência dinâmica</i>	14
<i>Definições para a autonomia do banco central</i>	17
<i>Credibilidade e controle da inflação</i>	18
<i>Autonomia e metas de inflação</i>	20
<i>Os bancos centrais da América Latina</i>	22
Autonomia do Banco do México	24
<i>O processo de privatizações</i>	25
<i>A liberalização da política comercial</i>	27
<i>A concessão de autonomia ao Banxico</i>	27
Evolução da política monetária do México entre 1991 e 2008	35
<i>Subordinação à política cambial (1991-1994)</i>	35
<i>Política monetária em transição (1995-2000)</i>	38
<i>Adoção do regime de metas de inflação (2001-2008)</i>	39
Desempenho da economia mexicana durante a crise de 2008	41
Respostas de política monetária à crise	44
<i>Análise das decisões de política monetária do Banxico</i>	46
<i>O conservadorismo eclético do Banxico diante do peso dos fatos</i>	49
Considerações finais	53
Referências Bibliográficas	55
Anexo	60
<i>Análise textual das decisões de política monetária do Banxico (2009-2014)</i>	60

Introdução

Os efeitos da crise financeira de 2008 desafiaram o paradigma convencional de política monetária. A persistência de baixos níveis de atividade e emprego, mesmo após a redução das taxas básicas de juros, fez com que os bancos centrais aplicassem medidas alternativas para a recuperação do crescimento econômico. Em países industrializados, como a Inglaterra, o banco central conduziu um programa de alívio quantitativo que, além da redução dos juros, também incluiu a compra direta de títulos de dívida pública e privada. Já em países emergentes, especialmente da América Latina, o paradigma monetário não sofreu alterações, e os efeitos da crise foram inicialmente acomodados por outros tipos de política econômica.¹

Até a eclosão da crise, a política monetária seguiu um consenso técnico que se consolidou internacionalmente ao longo de duas décadas. Tal consenso surgiu das experiências inflacionárias dos países industrializados, que se agravaram a partir da segunda metade dos anos 1970. A classe política interpretava a inflação como um resultado ou da “agressividade” dos sindicatos, que pressionavam por aumentos salariais, ou da “ganância” dos empresários, que buscavam maximizar seus lucros a todo tempo. O entendimento da inflação enquanto um fenômeno monetário apenas começou a provocar mudanças na política monetária, especificamente nos Estados Unidos, após o choque do petróleo de 1979.

Em relação aos países da América Latina, o modelo de desenvolvimento adotado durante aquele período foi responsável pela insolvência externa das principais economias da região. No caso do México, a promoção do crescimento econômico era o principal objetivo da política monetária, administrada por um banco central subordinado ao Poder Executivo e responsável pelo financiamento ilimitado do gasto público. Como os recursos domésticos não eram suficientes, o endividamento externo do Estado se tornou insustentável após a elevação das taxas de juros dos Estados Unidos em outubro de 1979.

¹ O governo do México, por exemplo, adotou (I) políticas de proteção ao emprego e à seguridade social, (II) políticas de crédito habitacional e congelamento temporário de preços da gasolina, (III) políticas de estímulo à competitividade, por meio da redução do preço da eletricidade e de subsídios à pequena e média empresa, (IV) programas de investimento em infraestrutura e (V) medidas de transparência quanto ao perfil do gasto público (MORALES, 2009).

Em agosto daquele ano, o presidente Ronald Reagan nomeou o economista Paul Volcker como presidente do Federal Reserve (Fed). Sua missão à frente da autoridade monetária era recuperar a confiança dos agentes econômicos e controlar a inflação. Em busca de opções diferentes daquelas utilizadas durante as duas décadas anteriores, Volcker gradativamente incorporou elementos monetaristas à atuação do Fed, considerando em suas decisões, por exemplo, o papel das expectativas dos agentes quanto ao nível futuro de preços. Nesse sentido, entre 1980 e 1984, o Fed passou a reagir agressivamente ao comportamento dos preços dos títulos de longo prazo do Tesouro dos Estados Unidos. Após aplicar uma política “extraordinariamente agressiva, mesmo quando a recessão se aprofundou” em 1982, o Fed “começou a adquirir credibilidade por sua desinflação” (GOODFRIEND, 2007: 11).

A eficácia da aplicação das políticas de Volcker, a despeito de seus efeitos recessivos, foi o passo inicial para a formação de um Novo Consenso Macroeconômico (NCM), em que prevaleceu ao menos três axiomas: (I) a política monetária por si só reduziria a inflação de maneira permanente, (II) a oportuna elevação da taxa de juros amenizaria as expectativas futuras sobre a inflação e (III) apenas um banco central autônomo pode se comprometer com a estabilidade de preços. Além disso, a recorrente comunicação do Fed com os agentes econômicos² a respeito do comportamento de variáveis econômicas e o curso de ação do banco também é um pilar importante do NCM (ARESTIS & SAWYER, 2008; GALBRAITH, 2008).

Uma vez que foram desenvolvidos em países industrializados, os preceitos de tal consenso não demoraram a se tornar um padrão de recomendação técnica de organizações internacionais. A assistência prestada aos países da América Latina foi uma oportunidade para que o Banco Mundial e o Fundo Monetário Internacional (FMI) alterassem seu modo de operação. A relativa busca pelo desenvolvimento de longo prazo e a estabilidade financeira cederam espaço à promoção de um determinado conjunto de políticas, alinhado àqueles recorrentes entre seus maiores acionistas, como Estados Unidos, Japão e Reino Unido. Mesmo que alguns dos compromissos com o FMI não fossem completamente cumpridos, a liberação de recursos condicionada à aplicação de tais políticas afetou a inserção externa dos países endividados ao longo da década de 1980 (EDWARDS et al, 2000).

² Tal aspecto será detalhado na seção seguinte.

No caso do México, a necessidade estatal de financiamento reforçou o vínculo entre as tendências internacionais e as escolhas de política doméstica. A partir da administração De La Madrid (1982-1988), o Estado mexicano ingressou em um ciclo de reformas que culminou com (I) a redução do número de empresas estatais, (II) a assinatura do Tratado de Livre Comércio do Atlântico Norte (NAFTA, sigla em inglês) e (III) a concessão de autonomia ao seu banco central, já durante a gestão de Carlos Salinas (1988-1994). A relação com o capital estrangeiro não apenas transformou as instituições do país, como também norteou as mudanças em sua política monetária, que convergiu definitivamente para os princípios do NCM com a adoção do regime de metas de inflação em 2001.

Entre as reformas daquele período, a concessão da autonomia ao Banco de México (Banxico) merece atenção, não apenas por suas justificativas, mas também por suas consequências. A análise econômica convencional estressa que o principal argumento para que uma autoridade monetária se torne autônoma é o isolamento da influência de forças políticas na gestão monetária. Porém, os bancos centrais por si só são organizações de natureza política, nascidas no seio estatal, capazes de refletir preferências políticas determinadas e, por meio de seu comportamento, eventualmente proteger rendas de grupos econômicos específicos. O processo de autonomia do Banxico em 1993, por exemplo, sintetizou os interesses domésticos em sinalizar condições favoráveis ao ingresso do capital estrangeiro em uma época de crescente liberalização dos mercados financeiros.

Como parte do NCM, a autonomia do banco central pressupõe um rígido compromisso com a estabilidade de preços. Nos termos de Rogoff (1985), o “banqueiro conservador” deve manter sua aversão a inflação “acima das preferências sociais” mesmo em tempos de crise. No entanto, em face de uma crise prolongada como a de 2008, a aderência a tal compromisso pode ser relativizada. Em abril de 2014, o FMI publicou uma nota técnica a respeito do futuro da política monetária em um cenário pós-crise. O documento traz um exame de consciência do organismo quanto à gestão monetária convencional, que prevaleceu ao longo dos últimos vinte e cinco anos. Em dado momento, o Fundo chega a admitir – mesmo que com ressalvas – a eventual necessidade de expandir o mandato dos bancos centrais, uma vez que, “outros objetivos intermediários (como estabilidade financeira e externa) poderão ter que desempenhar um papel maior do que no passado para garantir a estabilidade macroeconômica” (BAYOUMI et al, 2014: 27).

Em meio a tal debate, o objetivo deste trabalho é avaliar se os efeitos da crise de 2008 relativizaram as características da autonomia dos bancos centrais, que são conceitualmente vinculadas à estabilidade de preços como objetivo único da política monetária. O estudo de caso da autoridade monetária do México se justifica por ao menos três fatores: (I) o contexto político liberalizante em que se deu a concessão de autonomia ao Banxico, (II) a dependência comercial e os vínculos públicos e privados com o sistema financeiro dos Estados Unidos, que não foi apenas o epicentro da crise financeira, mas também um dos pioneiros na aplicação de políticas não convencionais; e também, (III) pela a tônica conservadora do Banxico em sua gestão monetária, fruto da necessidade de sinalizar credibilidade ao sistema financeiro internacional e reverter o quadro inflacionário das décadas de 1970 e 1980 (MAXFIELD, 1997; GARRIGA, 2010; LINS & DATZ, 2016).

A fim de situar a discussão, a seção seguinte retoma brevemente o debate teórico acerca da autonomia do banco central e suas aplicações em países latino-americanos. As seções 2 e 3 abordam o caso mexicano, a partir da reforma financeira e do processo de estabelecimento da autonomia do Banxico para, em seguida, propor uma análise da política monetária desde 1994, a fim de verificar sua relação com a autonomia do banco. Em seguida, o trabalho parte para a análise textual das decisões de política monetária do Banxico entre 2009 e 2014, com o objetivo de demonstrar que, apesar da severidade dos efeitos da crise, o banco optou por aplicar uma política monetária eclética no período, já que abandonou ocasionalmente seu mandato constitucional centrado na estabilidade de preços, mesmo que sem prejuízos ao cumprimento das metas de inflação. Por um lado, o banco seguiu conservador na utilização da taxa de juros como principal instrumento monetário, sem recorrer à compra direta de ativos e outros mecanismos não convencionais aplicados nos países industrializados. Por outro, demonstrou sensibilidade à degradação do cenário internacional e à atividade doméstica, tanto ao manter os juros inalterados durante um longo período, como ao reduzi-los sucessivamente diante do desempenho fraco da produção entre 2013 e 2014. Por fim, apresentam-se algumas considerações finais onde são sintetizados os passos do trabalho e seus resultados.

Revisão Teórica

A natureza dos bancos centrais e o fenômeno da inconsistência dinâmica

Os bancos centrais podem ser definidos como organizações intrinsecamente políticas a despeito do caráter técnico de suas atividades. Suas decisões podem refletir e promover interesses particulares, eleitorais e ideologias, capazes de afetar os impactos distributivos da política monetária e da regulação financeira (EPSTEIN, 2005; FERNANDEZ-ALBERTOS, 2015). Tais características estão presentes desde seu surgimento ao final do século XVII, enquanto uma “tecnologia contratual” que melhorou a solvência dos governos, perante as necessidades advindas da intensa competição militar entre as monarquias europeias daquele período (BROZ, 1998).³

Os primeiros bancos centrais também detinham funções menos estratégicas, já que operaram como as únicas fontes de serviços financeiros durante um longo período. Para além de suas relações financeiras especiais com os governos, tais organizações ainda competiam com as instituições privadas no incipiente mercado bancário (CAPIE et al, 1994). Já no âmbito internacional, os bancos centrais detêm “características institucionais” que permitem “maior comunicação e coordenação” entre políticas domésticas e interesses do capital estrangeiro, “mais do que qualquer outra organização estatal” (SANTIN-QUIROZ, 2001). A origem acadêmica compartilhada entre os diversos presidentes, por exemplo, é um dos fatores que contribuem para tal característica. Além disso, por meio da gestão de política monetária, os bancos centrais podem materializar preferências sociais quanto a determinados regimes cambiais, que também afetam a relação entre políticas domésticas e o cenário externo (BROZ & FRIEDEN, 2001).

A existência de tais arranjos obedece a uma motivação específica. O controle sobre a gestão monetária é de “valor estratégico para os políticos”, que, por meio dela, podem responder às demandas e à tolerância do eleitorado quanto ao desemprego e à inflação (MAXFIELD, 1997). A classe política incorre na “tentação de prejudicar a estabilidade monetária de longo prazo em troca

³ No caso do Banco da Inglaterra, Broz (1998: 2) afirma que a criação de seu banco central “por centralizar todo o financiamento ao governo no banco, criou uma limitação privada sobre seu comportamento futuro ao tornar mais difícil a utilização de recursos de um empréstimo corrente uma vez que [o governo] houvesse falhado em cumprir com suas obrigações prévias”. Ou seja, a organização do banco central diminuiu a discricionariedade financeira da Coroa em sua expansão militar.

de benefícios de curto prazo”, especialmente em anos de eleição (ALESINA et al, 2000). Por isso, a subordinação ao governo impede que os bancos centrais “se comprometam de maneira crível com a estabilidade de preços, uma vez que o público estará atento à inconsistência dinâmica de suas ações e pronunciamentos” (MAS, 1995: 1.639).⁴

O problema da inconsistência dinâmica⁵ refere-se ao tempo entre a aplicação de uma determinada política e a adaptação dos agentes econômicos a ela. Como o ajuste de preços e salários não é automático, a autoridade monetária pode “trapacear” as expectativas dos agentes na tentativa de criar uma inflação-surpresa e estimular temporariamente o nível de atividade. Devido à interação repetida com o banco central, os agentes passam a incluir tal “tentação” em suas negociações coletivas e reajuste de preços ao longo do tempo, o que anula o efeito inesperado do estímulo no longo prazo. Consequentemente, “o custo de trapacear hoje envolve o aumento das expectativas inflacionárias para o futuro”. (BARRO & GORDON, 1983).

A inconsistência dinâmica também pode ser resultado de erros de interpretação quanto à natureza da inflação. No período entre o fim da conversibilidade do dólar e a eclosão do primeiro choque do petróleo em 1973, prevaleceu entre os dirigentes do Fed uma interpretação de que a inflação seria resultado de um aumento sustentado nos custos de produção. Uma política monetária expansionista seria adequada para reduzir o custo de capital, o que ocasionaria uma diminuição nos preços ao consumidor final. Porém, taxas menores de juros poderiam provocar eventuais “abusos de poder econômico das firmas e dos sindicatos laborais”, que seriam mitigados pelo estabelecimento de políticas de controle de preços e salários. “A adoção de controles”, combinados com um afrouxamento monetário, “removeu qualquer indicativo para o Fed de que haveria um dilema entre tal afrouxamento e a evolução futura da inflação” (NELSON, 2004: 18).

O mesmo fenômeno se repetiu durante a gestão de Edward Heath (1970-1974), enquanto primeiro ministro do Reino Unido. A miopia quanto à perenidade dos efeitos dos choques energéticos produziu respostas de política monetária igualmente míopes. “Certamente, o aumento

⁴ Ao longo do trabalho a tradução das citações é de responsabilidade do autor.

⁵ Kydland e Prescott (1977) abordam a utilização da discricionariedade em política monetária. Para os autores, a inexistência de regras que conformem as ações dos bancos centrais produz incentivos para que a política monetária se desvie do planejamento inicial. O comportamento discricionário é o que gera a inconsistência dinâmica.

dos preços do petróleo nos anos 1970 se relacionou com alguns surtos de inflação, mas que não se prolongariam sem uma acomodação monetária” (TAYLOR, 1992: 12). Assim, por mero acaso, os choques do petróleo confirmariam a validade da interpretação não monetária da inflação.

A respeito dos países em desenvolvimento, especialmente Brasil e México, o fenômeno inflacionário do período é frequentemente atribuído ao colapso dos meios de financiamento externo do projeto desenvolvimentista. A iminente desvalorização cambial provocada pela elevação dos juros internacionais em 1979, após um crescimento financiado pela liquidez gerada pelos petrodólares, aumentou a pressão política sobre os bancos centrais. No caso do México, o governo utilizava o faturamento excepcional da Petróleos Mexicanos (PEMEX) para subsidiar a manutenção dos preços administrados. A diminuição subsequente das receitas não foi suficiente para financiar os déficits públicos, mas a obstinação do então presidente, López Portillo (1976-1982), em “não deixar o gabinete como o presidente da desvalorização” reduziu drasticamente as reservas cambiais do Banco de México em 1982. (MAXFIELD, 1997).

Uma das soluções teóricas para a inconsistência dinâmica seria a delegação da política monetária a um gestor “conhecido por conferir um peso maior à estabilização da inflação – relativamente à manutenção do emprego – do que aquela incorporada pela [sociedade]” (ROGOFF, 1985: 1.177). Ao governo, caberia a proteção do mandato desse hipotético gestor em face de um aumento sensível do desemprego decorrente das políticas de combate à inflação.⁶ Outra alternativa, seria o estabelecimento de um programa de recompensas para que as autoridades monetárias se comprometessem com metas que garantissem a estabilidade de preços (WALSH, 1995). Atualmente, o Banco Central da Nova Zelândia (RBNZ, sigla em inglês) opera sob tal modalidade: a liberação de seu orçamento anual depende do cumprimento das metas inflacionárias estabelecidas anteriormente.

⁶ No intuito de confirmar a validade das propostas, pesquisadores afiliados à análise econômica convencional buscaram identificar uma correlação entre a autonomia dos bancos centrais e índices de inflação. Para uma amostra de 12 países desenvolvidos, os primeiros resultados indicaram que a “taxa média de inflação é significativamente menor em países dotados de bancos centrais altamente independentes em comparação com aqueles que não têm”. (BADE & PARKIN, 1988: 25).

Definições para a autonomia do banco central

A revisão sobre o conceito apresentada por Eijffinger e Haan (1996) sugere a existência de três definições predominantes na literatura convencional: a autonomia de pessoal, financeira e quanto à aplicação de políticas. A autonomia de pessoal se refere à forma pela qual o presidente do banco central é escolhido e demitido. Quanto maior a influência do governo sobre a duração do mandato dos presidentes, menor é a autonomia *efetiva* que a organização dispõe. Além do presidente, a “independência também é maior naqueles países em que a maioria do Conselho de Administração não é indicado pelo governo central e os diretores permanecem por mais tempo no cargo” (GOODMAN, 1991: 331).

A autonomia financeira se refere à interação entre a política fiscal e as atividades do banco central. Uma vez que o governo cumpre seu orçamento de maneira discricionária, a existência de mecanismos automáticos de financiamento dos déficits públicos diminui a capacidade da taxa de juros em controlar a quantidade de moeda em circulação. Isso se agravaria devido a uma demanda insuficiente para absorver o montante de títulos oferecidos, mesmo a juros mais elevados, o que obrigaria o banco central a imprimir moeda para honrar os compromissos financeiros do governo. “Se os déficits da autoridade fiscal não podem ser financiados apenas por novas emissões de títulos, a autoridade monetária é forçada a criar moeda e tolerar uma inflação adicional”, perdendo assim “o controle da base monetária [...] para sempre” (SARGENT & WALLACE, 1981: 2).

Por fim, a autonomia de aplicação de políticas trata da capacidade que os bancos centrais detêm quanto à definição das metas e os instrumentos para atingi-las. Uma relação de hierarquia democrática se estabelece entre os dois aspectos, uma vez que os bancos centrais devem gozar da autonomia de instrumentos, “mas não devem ter a autonomia de metas”, já que é socialmente necessário a “fiscalização democrática” das atividades de “uma instituição política poderosa” (FISCHER, 1995: 202). Tal fiscalização tende a ser maior sobre bancos centrais com mandatos estritamente definidos. No Reino Unido, por exemplo, o governo concede autonomia de instrumentos ao Banco da Inglaterra para que alcance o objetivo de 2% de inflação definido

anualmente pelo governo.⁷ Em contraste, o Ato do Federal Reserve confere liberdade para que o banco interprete e priorize entre as metas de “máximo emprego, estabilidade de preços e taxas de juros moderadas no longo prazo” (CROWE & MEADE, 2007; DEBELLE & FISCHER, 1994).

Credibilidade e controle da inflação

Outro aspecto importante para a autonomia de um banco central é a crença dos indivíduos em sua capacidade de controlar os preços. A credibilidade não era uma questão evidente até os princípios da década de 1980. Nesse sentido, em uma de suas primeiras intervenções⁸ como presidente do Fed, Paul Volcker abordou um aspecto que ainda não havia sido explorado pela política monetária nos Estados Unidos, ao se declarar “impressionado pelo intangível: o grau pelo qual a psicologia da inflação realmente se transformou”, uma vez que as pessoas estão “agindo muito mais de acordo com suas expectativas” de que a inflação continue elevada. Ao justificar a necessidade de uma nova abordagem no combate à elevação de preços, o presidente argumentou que as respostas tradicionais “não vão funcionar se forem interpretadas como inflacionárias; e muito do estímulo sairá em forma de preços, ao invés de mais atividade”. Em seguida, questiona se o próprio Fed teria a credibilidade necessária para “reestabelecer o sentimento de que a inflação cairá em um determinado período de tempo e que esse é o nosso objetivo primordial”. Um afrouxamento monetário seria esperado para reverter os impactos do segundo choque do petróleo, mas, naquele momento, Volcker ponderava se tal medida seria a mais “feliz”, dado que as pessoas deveriam “estar muito confiantes de quais são as nossas intenções de longo prazo” para que as medidas produzissem os efeitos adequados.

As percepções iniciais de Volcker refletiam uma aderência significativa aos pressupostos teóricos da interpretação monetarista, que foram deliberadamente negligenciados pela política econômica em toda a década anterior. O trabalho de Milton Friedman, desenvolvido principalmente

⁷ No caso do Banco da Inglaterra, a meta de inflação é anunciada anualmente pelo Chanceler de Tesouraria (Exchequer) durante a audiência do orçamento federal. Disponível em: <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/framework/framework.aspx>

⁸ Transcrição da Reunião do Comitê Federal de Mercado Aberto (FOMC) de 14 de agosto de 1979 (p. 21 a 23). Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomchistorical1979.htm>

ao longo dos anos 1960, buscou demonstrar que a inflação é um fenômeno monetário. “A inflação ocorre quando a quantidade de moeda aumenta notadamente mais rápido que o produto”, devido ao “rápido crescimento dos gastos do governo, as políticas públicas de pleno emprego e a uma política equivocada aplicada pelo Fed” (FRIEDMAN, 1990: 254, 275). O aumento da oferta nominal de moeda não resultaria em um aumento da demanda real por moeda, o que faria com que os indivíduos se dispusessem apenas a destinar maiores quantias para a aquisição de seus bens. Por isso, somente “a política monetária é capaz de prevenir que a moeda, por si só, se torne uma fonte de distúrbios econômicos”. Para concorrer para tal objetivo, Friedman ainda argumenta que “as autoridades monetárias devem se guiar [apenas] pelas magnitudes que podem controlar”, ou seja, a quantidade de moeda, para que os agentes econômicos “possam seguir com plena confiança de que o nível médio de preços se comportará de maneira conhecida no futuro”. (FRIEDMAN, 1968: 12-16).⁹

À medida em que a atuação do Fed se concentrou em edificar sua credibilidade no combate à inflação, seja por meio de uma agressiva elevação da taxa de juros,¹⁰ seja pela comunicação direta de suas perspectivas aos agentes econômicos, a pesquisa acadêmica pode acumular evidências que ajudaram a consolidar o consenso técnico em torno da política monetária. No princípio dos anos 1980, o papel das expectativas carecia de uma formalização rigorosa para que refletisse racionalmente como os agentes imaginam a política monetária futura. Coube ao economista John Taylor a incorporação das expectativas racionais aos modelos macroeconômicos, de tal modo que se tornou possível a avaliação e otimização econométrica da política monetária.

O ponto inicial do trabalho de Taylor é a superação dos modelos discricionários, em que prevalecia a crença de uma relação estável entre inflação e desemprego (Curva de Phillips), que predisponha os bancos centrais a permitir que a inflação aumentasse na esperança de alcançar um nível permanentemente baixo de desemprego. “Sob discricção pura”, os bancos centrais ajustam

⁹ Apesar de sua influência sobre a evolução recente da política monetária, Friedman não era favorável à autonomia do banco central. “De acordo com Friedman, mesmo que haja um banco central que tenha independência máxima, ele será apenas independente à medida em que não tenha conflito com o resto do governo” (SCHWARTZ, 2009; SINGLETON, 2010).

¹⁰ Por exemplo, a experiência recessiva de alta inflação experimentada pelo país no princípio da administração de Reagan, “aumentou a insatisfação popular com a inflação”, o que encorajou o “Fed de Volcker a aproveitar a janela de oportunidade” para “elevar a taxa de juros dos fundos federais para 19 por cento no início de 1981” (GOODFRIEND, 2007: 9).

seus instrumentos monetários a partir do zero a cada período, sem nenhum tipo de “plano de contingência razoavelmente bem definido para o futuro”. A adoção de determinadas regras na aplicação de política monetária minimiza o problema da inconsistência dinâmica, por gerar previsibilidade de reação, e também aumenta a credibilidade do banco central, o que contribuiria positivamente para o desempenho macroeconômico. “Tecnicamente falando, uma regra de política é um plano de contingência que dura para sempre, ao menos que exista uma cláusula explícita de cancelamento” (TAYLOR, 1993: 198-199).

Autonomia e metas de inflação

As metas de inflação surgiram em substituição ao controle da base monetária (ou metas intermediárias) para a estabilidade de preços. Um dos propósitos do modelo era conferir credibilidade ao banco central na busca por baixos níveis de inflação (SINGLETON, 2010). Após a incorporação da perspectiva monetarista na condução da política econômica do final dos anos 1970, os bancos centrais da Alemanha, Estados Unidos, Reino Unido e Suíça passaram a estabelecer metas para o crescimento da base monetária. O agregado monetário a ser controlado variou entre os países: o Fed optou pelo gerenciamento do papel-moeda em poder do público (M1), enquanto que os bancos europeus se concentraram também no volume de depósitos a prazo no sistema bancário (M3). A dificuldade de mensurar a velocidade com que tais agregados circulavam na economia provocava erros na atuação dos bancos centrais. Assim, ao constatarem a “frágil relação entre moeda e renda nominal”, que mesmo ante o atingimento de um “objetivo monetário não [produziu] o resultado desejado sobre uma variável-meta como a inflação”, as metas intermediárias foram gradualmente abandonadas a partir de meados da década de 1980 (MISHKIN, 2001: 8-10).¹¹ No caso do México, a busca da estabilidade de preços daquele período se concentrou no controle da taxa de câmbio e na redução da demanda agregada por meio de “pactos” com os setores reais da economia (LINS & GARRIGA, 2014: 78-81).

¹¹ Nesse sentido, a principal fragilidade das metas intermediárias era sua incapacidade de acomodar adequadamente choques exógenos que alterassem, por exemplo, a taxa de câmbio. Uma eventual desvalorização do câmbio provocaria o aumento da demanda por moeda local, que resultaria em mais inflação. Outra fragilidade é a discricionariedade quanto ao ajuste dos volumes da base monetária pelos bancos centrais (SINGLETON, 2010: 177-189).

Embora malsucedida, a experiência com as metas intermediárias produziu elementos que permitiram o desenvolvimento do regime de metas de inflação (RMI) em princípios dos anos 1990. A singularidade do controle da base monetária mostrou que a política monetária pode ser conduzida por meio de uma regra, aos moldes de Taylor, e que alguma flexibilidade para acomodar choques exógenos é uma condição relevante para o sucesso no controle da inflação. Ambas necessidades poderiam ser atendidas por um banco central autônomo, que mediante um compromisso tácito com a estabilidade de preços, conferiria legitimidade para a aplicação de um modelo de gestão monetária dotado de flexibilidade para reagir de maneira ótima a choques não antecipados.

A incorporação da Regra de Taylor¹² na gestão monetária permitiu o desenvolvimento de um modelo complexo, capaz de estabelecer uma relação transparente entre o instrumento de política monetária (juros) e seu objetivo (inflação). Tal modelo sintetizou os pressupostos de credibilidade e transparência do Novo Consenso Macroeconômico, por “declarar explicitamente que uma inflação baixa e estável“ é o maior objetivo da política monetária, a ser perseguido por meio do “anúncio público de bandas para a taxa de inflação para um ou mais períodos” (BERNANKE & MISHKIN, 1997). Embora o regime de metas de inflação seja o resultado de um esforço quantitativo rigoroso para a definição de uma regra específica, o modelo admite algum grau de discricão, uma vez que possibilita que a “política monetária responda sensivelmente a choques não antecipados” (ARESTIS & SAWYER, 2008: 634).

Assim, ao longo dos vinte anos que precederam a crise financeira de 2008, as principais economias do mundo aderiram a um consenso em torno da utilização intensiva de uma “taxa de juros de curto prazo, que o banco pode controlar diretamente por meio de operações de mercado aberto apropriadas” para o controle da inflação. A aplicação de tal modelo dispensava a intervenção direta do banco central sobre o comportamento de outras variáveis, uma vez que os “efeitos reais” da política monetária “se dão por meio do nível de juros e do preço dos ativos”. Como os agentes ajustam o valor presente dos ativos a partir do desconto de taxas e riscos esperados, o banco central

¹² Taylor (1999: 323) propôs uma regra geral de aplicação de política monetária em que, a taxa de juros de curto prazo (r) é uma função da inflação corrente (π) adicionada de um coeficiente (g) do produto (y), mais um coeficiente (h) da diferença entre a inflação corrente e a esperada (π^*) somada de uma taxa de juros (r^f) de equilíbrio. A equação implica que a regra monetária é ajustável à eventuais flutuações econômicas, não sendo responsiva a processos endógenos. As relações contidas na regra estipulam que a taxa nominal de juros deve refletir uma soma entre a taxa real de juros e a inflação esperada pelos agentes.

pode interferir em tal relação pela aplicação de “uma regra transparente e previsível” sobre os juros de curto prazo, “transformando a taxa básica em uma função do ambiente econômico corrente” (BLANCHARD et al, 2010: 5).

Os bancos centrais da América Latina

A ideia de um banco central autônomo foi incorporada pelos países da América Latina ao longo da década de 1990 (JACOME, 2015). Em muitos destes países, o problema inflacionário da década anterior havia sido parcialmente solucionado por meio da utilização de âncoras cambiais, em que a política monetária se subordinava a política cambial, notadamente a um regime de câmbio fixo (BROZ & FRIEDEN, 2001; FRENKEL & RAPETTI, 2010). A relação com o capital estrangeiro ganhou importância e os países recorreram a transformações institucionais para garantir sua solvência externa (MAXFIELD, 1997; GARRIGA, 2010). Nesse sentido, a concessão de autonomia ao banco central produzia um sinal de “bom comportamento”, especialmente em relação a diminuição da intervenção estatal em assuntos monetários, uma das principais causas do processo inflacionário das economias latinas nos anos 1980.

Em um segundo momento, a adesão ao regime de metas de inflação representou a insustentabilidade da ancoragem cambial para o controle dos preços (EDWARDS et al, 2000). De forma mais intensa que os países industrializados, em face da sua vulnerabilidade externa, os bancos centrais latinos também necessitavam de um mecanismo de gestão monetária que permitisse a acomodação de choques exógenos (ARESTIS & SAWYER, 2008). As metas de inflação permitiram que o câmbio flutuasse, aliviando a pressão sobre as reservas internacionais e liberando a taxa de juros para ser utilizada exclusivamente na busca pela estabilidade de preços. Além disso, ao incorporar o regime, os países manifestavam o abandono definitivo da discricionariedade e do tratamento não-monetário da inflação.

A tabela a seguir ilustra as alterações dos estatutos dos bancos centrais da região ao longo da década de 1990. Entre as principais economias, a ausência mais notável é a do Brasil, cuja autoridade monetária sofreu poucas alterações estatutárias desde sua fundação em 1964 (LINS & DATZ, 2016). Por outro lado, embora nem todas as leis outorgassem uma autonomia tácita, todas

provocaram alguma alteração textual em favor do paradigma monetário vigente à época (e.g.: metas de inflação e proibição de empréstimos ao setor público).

Tabela 1 – Alterações estatutárias dos bancos centrais da Am. Latina durante os anos 1990

Ano	País	Lei	Pontos-chave
1989	Chile	18.840	O banco central é um organismo constitucional autônomo (Art. 1). O objetivo do banco é preservar a estabilidade da moeda e o funcionamento do sistema de pagamentos (Art. 3).
1992	Argentina	20.539	O banco central não estará sujeito a ordens ou instruções do Poder Executivo, mas deve prestar contas ao Congresso (Art. 4). O objetivo do banco é promover a estabilidade monetária, financeira e o desenvolvimento econômico e social (Art. 3).
1992	Colômbia	31	O banco possui autonomia administrativa e técnica (Art.1). A Junta Diretora adotará metas específicas de inflação (Art. 2, único).
1993	Peru	26.123	O banco central exerce sua autonomia de acordo com sua lei orgânica (Art. 3). A finalidade do banco central é preservar a estabilidade monetária (Art. 2).
1993	México	Ley Orgânica	(Vide seção seguinte)
1993	Uruguai	16.696	O banco central é um ente autônomo e dotado de autonomia administrativa, financeira e técnica (Art. 1). Os objetivos do banco são a estabilidade monetária, sistema de pagamentos, solvência externa e regulação financeira (Art. 3).
1995	Bolívia	1.670	O banco central não poderá outorgar crédito ao setor público (Art. 22)
1995	Paraguai	489	O banco central possui autonomia normativa dentro dos limites constitucionais (Art.1). O objetivo do banco é preservar a estabilidade do valor da moeda (Art. 3).

Fonte: Jacome (2015) e bancos centrais da Bolívia, Paraguai e Uruguai.

Autonomia do Banco do México

A literatura em Economia Política que trata da reforma financeira do México dos anos 1990 é abundante. Entre os principais trabalhos, destaca-se a ampla revisão dos fatos produzida por Osvaldo Santin Quiroz (2000), a partir de uma metodologia híbrida entre a abordagem centrada no Estado (*state-centered*) e a social (*society-centered*). Por sua vez, Juan Carlos Moreno-Brid e Jaime Ros (2009) se ocupam de analisar o período à luz de seus impactos macroeconômicos, especialmente acerca dos efeitos da reforma sobre o mercado de trabalho e a especialização produtiva do México. Judith Teichman (1998) oferece uma interpretação política da época, concentrada em como se deram as relações entre os grupos de interesse e os processos de privatização no país. Em particular, Ruben Rodriguez (2010) se aprofunda em depurar os condicionantes e determinantes da reprivatização do sistema bancário do México. A análise que se segue foi construída, principalmente, nas contribuições de tais autores.

A concessão de autonomia ao Banco de México (Banxico) ocorreu ante um contexto de reforma econômica, que se aprofundou a partir da eleição de Carlos Salinas de Gortari em 1988. Seu sexênio seria marcado por uma ampla reforma do Estado mexicano, conduzida sob um argumento modernizante, de reorganização dos poderes econômicos e de integração do país a um processo de globalização econômica ainda incipiente. No exterior, principalmente nos Estados Unidos, o novo presidente refletia a imagem de um líder “reformador e modernizador, uma espécie de Gorbachev latino na tentativa de livrar o México da corrupção, ineficiência e autoritarismo” (REDING, 1989).

Até o final de seu mandato, em dezembro de 1994, Salinas foi o responsável por ao menos três grandes programas de modernização da economia mexicana. O primeiro e mais polêmico deles talvez tenha sido o aprofundamento do processo de privatizações, iniciado pelo governo anterior, que afetou setores politicamente sensíveis, como o sistema bancário e as telecomunicações. Em segundo lugar, a negociação e assinatura do Acordo de Livre-Comércio da América do Norte (NAFTA, sigla em inglês) foram eventos que influenciaram diretamente a evolução das privatizações, bem como o processo de reforma constitucional que ocorreu em 1993. A liberalização comercial proposta pelo acordo supostamente permitiria que as exportações

compensassem o enfraquecimento do consumo doméstico, além de redirecionar a especialização produtiva do país rumo a níveis tecnologicamente mais elevados (MORENO-BRID & ROS, 2009).

Por fim, a terceira iniciativa de impacto substancial conduzida por Salinas foi a concessão de autonomia ao banco central do México. Da mesma forma que as privatizações e a liberalização comercial, o colapso das finanças públicas mexicanas impulsionou a inserção do país na competição global por capitais. O redesenho institucional do Banxico se configurou como um elemento importante para a atração de investimentos estrangeiros, já que sinalizava o compromisso governamental com a aplicação de um determinado conjunto de políticas macroeconômicas, consoantes com aquelas dos países investidores e também de organismos internacionais, como o Banco Mundial e o FMI. Além da influência da percepção internacional, a autonomia do banco central produziu efeitos distributivos na estrutura econômica doméstica, uma vez que privilegiou as “visões de mundo” e as rendas do setor financeiro em detrimento de outras atividades. A reorganização dos poderes econômicos que se seguiu também foi um elemento importante para as eleições presidenciais de 1994.

O processo de privatizações

De acordo com Sacristian-Roy (2006: p. 64-63), as privatizações tinham por objetivo “fortalecer” as finanças públicas, “canalizar adequadamente” os recursos estatais para áreas estratégicas, eliminar gastos e subsídios “não justificáveis” do ponto de vista econômico e social, promover a produtividade e melhorar a eficiência do setor público. Quanto ao sucesso das privatizações, o autor observa que, “independente das irregularidades ocorridas em alguns dos processos”, o programa não resultou na “panaceia que os governos esperavam”, já que o Estado teve de absorver um montante significativo do passivo das empresas vendidas, além de internalizar a perda de receitas fiscais diretas antes geradas pelo monopólio sobre alguns setores, como o aeroportuário.¹³

¹³ Ver também Porta e Lopez de Silane (1997).

O movimento inicial de privatizações coordenado pela gestão De La Madrid (1982-1988) não produziu um impacto econômico significativo sobre as finanças públicas. As companhias privatizadas eram “pequenas e médias empresas, adquiridas ou criadas pelo Estado, predominantemente entre a década de 1960 e 1970, sem muita justificativa econômica ou social” (MORENO-BRID & ROS, 2009: 169). Talvez o resultado mais importante tenha sido a eliminação da participação do governo em 22 setores produtivos, uma vez que as firmas industriais correspondiam a 40% dos ativos privatizados até 1989.

As maiores empresas públicas, como a *Teléfonos de México* (TELMEX), contavam com agremiações laborais atuantes, que historicamente gozavam de acesso privilegiado ao Poder Executivo.¹⁴ A partir da vitória de Salinas, o clientelismo sindical foi substituído por uma nova forma de corporativismo, que se originou da necessidade do Partido Revolucionário Institucional (PRI) em reconstruir sua base política e legitimar o novo governo. Com o apoio tradicional dos sindicatos fragmentados pela desestatização, o governo buscou apoio junto aos grandes conglomerados empresariais e financeiros do país. Assim, as privatizações que se seguiram entre 1989 e 1994, aparentemente transferiram a propriedade dos ativos públicos das mãos de uma determinada elite política para uma elite econômica selecionada para legitimar o governo, que, em troca da proteção de suas rendas, ofereceria suporte financeiro ao PRI em tempos eleitorais.

Na perspectiva de Judith Teichman (1998), não há evidências de que as reformas ou as privatizações resultaram em alguma dispersão do poder econômico e político no México. “O poder econômico segue tão concentrado quanto em 1982”, uma vez que o aumento da influência empresarial não se deu de forma transparente. Pelo contrário, as decisões sobre política econômica se tornaram mais herméticas, devido à “homogeneidade dos burocratas envolvidos e à natureza pessoal dos vínculos entre os grandes grupos empresariais, o presidente e seu gabinete” (TEICHMAN, 1998: 192-193).

¹⁴ Por exemplo, a Confederação dos Trabalhadores do México (CTM) transitava com facilidade entre os membros do congresso nacional e suas comissões que regulavam assuntos trabalhistas, devido a sua condição de representação oficial do PRI para assuntos relacionados ao tema (TEICHMAN, 1998).

A liberalização da política comercial

Assim como as privatizações, a reforma da política comercial também se iniciou durante a gestão De La Madrid, a partir de uma flexibilização moderada do regime de importações. Porém, o processo de abertura se consolidou com a adesão mexicana ao Acordo Geral de Comércio e Tarifas (GATT, sigla em inglês) oficializada em julho de 1986. O país assumiu os compromissos do Acordo na condição de país em desenvolvimento, o que lhe garantiu um cronograma diferenciado para a redução tarifária e estabelecimento de mecanismos de investigação de práticas desleais ao comércio.

Alguns anos mais tarde, o processo de liberalização comercial culminou com a adesão (1992) e conclusão (1994) do NAFTA. Além do potencial de aumentar o fluxo mexicano de comércio e investimentos com Estados Unidos e Canadá, a adesão ao NAFTA também seria um atrativo para que recursos produtivos de outros países fossem investidos no setor de bens transacionáveis do México, a fim de explorarem o potencial do país enquanto plataforma de exportação para o mercado consumidor dos Estados Unidos. Por meio de tal acesso privilegiado, o NAFTA cumpriria seu objetivo político de consolidar o processo de reforma econômica em curso no México, já que, supostamente, conduziria a economia mexicana a um ciclo de crescimento sustentado, liderado pela atividade exportadora, que provocaria um aumento da produtividade, elevação dos níveis de emprego, bem como da disponibilidade de renda e padrão de vida do cidadão mexicano (MORENO-BRID & ROS, 2009).

A concessão de autonomia ao Banxico

Promulgada em dezembro de 1993, a Lei do Banco do México atestava em seu primeiro artigo que o banco central se constituía como uma pessoa jurídica de direito público de caráter autônomo. Entre as responsabilidades decorrentes da autonomia estava a “competência única de determinar os volumes e gerenciar seu próprio crédito”, um princípio de aplicação universal às atividades do banco, mas que se dirigia especialmente à limitação da concessão de créditos em favor do governo federal (BANXICO, 2012: 189). O financiamento dos déficits públicos foi uma das principais causas do processo inflacionário do país entre as décadas de 1970 e 1980. Por essa

razão, a nova lei limitou os empréstimos do banco central ao governo a 1,5% das obrigações do próprio governo previstas no orçamento federal.

Até a segunda metade da década de 1970, o governo mexicano não se preocupava com o efeito de suas políticas domésticas sobre o mercado financeiro internacional, já que suas reservas de petróleo funcionavam como garantias suficientes para acessar empréstimos e financiamentos estrangeiros. Desse modo, ao sinal de qualquer distúrbio político interno, o Poder Executivo aprofundava suas políticas de gastos, com o objetivo de estimular o crescimento econômico e recuperar apoio popular. A subordinação da autoridade monetária à figura presidencial era tão latente, que, ao ser avisado de que não haveria recursos suficientes para seguir com seu plano de “desenvolvimento compartilhado”, o presidente Luís Echeverría (1970-1976) demitiu “sumariamente” seu ministro da Fazenda, Hugo Margáin, e declarou que “a política econômica [era] feita em Los Pinos (palácio presidencial)”. Em seguida, o gabinete presidencial se tornou um ministério “obscuro”, que pouco dialogava com outras instituições de política econômica do país (MAXFIELD, 1997: 100).

Os excessos do Poder Executivo sobre o mercado financeiro culminaram na estatização do sistema bancário em 1982, com a justificativa oficial de melhorar a solvência do setor público ante um contexto internacional de restrições de crédito. No entanto, a nacionalização bancária pode ser atribuída à resistência do presidente Lopez Portillo (1976-1982) em promover uma desvalorização cambial, o que estimulou o comportamento especulativo (e supostamente ilegal) dos bancos privados em operações com moedas estrangeiras. Por outro lado, o presidente argumentou que a nacionalização foi uma consequência da falta de “conciliação entre a liberdade cambial e a solidariedade nacional”, que estimulou a especulação de “certos mexicanos, [...] apoiados pelos bancos privados” a sacar mais dinheiro do país que “todos os impérios que já nos exploraram” (DIAZ, 2009: 303).

A nacionalização bancária desagradou o setor empresarial, que redirecionou parte de seu apoio ao Partido de Ação Nacional (PAN), em oposição ao governo do PRI. Além disso, a agressividade da medida pode ter afetado negativamente a busca do país por crédito internacional, já que condicionou o ingresso de recursos estrangeiros à intervenção estatal direta. O desafio que a nacionalização representou para as lideranças políticas inspirou uma reflexão acerca dos

mecanismos possíveis para circunscrever os governos de seus inesperados e notadamente arbitrários exercícios de Poder (MAXFIELD, 1997: 103). Nesse sentido, a autonomia do banco central seria uma opção para restringir o campo de ação em política econômica dos governos seguintes, além de sinalizar um compromisso com a estabilidade de preços para o mercado financeiro internacional (FERNANDEZ-ALBERTOS, 2015: 220-222).

O custo político da nacionalização e a crise da dívida externa fez com o presidente De La Madrid, após sua eleição em 1982, cedesse espaço aos interesses dos grupos financeiros. A predominância da “coalizão financeira” se beneficiou da necessidade de integração da economia mexicana à nova ordem mundial, além da internalização da cultura de política econômica daquela época. Devido a sua formação acadêmica em comum, os membros da coalizão postulavam um pensamento econômico ortodoxo e formatavam seus planos de ação sob uma perspectiva de longo prazo. A homogeneidade de interpretação científica e similaridade entre as carreiras profissionais garantiu que a racionalidade econômica se tornasse o principal “filtro metodológico” para a análise e aplicação de políticas públicas mexicanas para as próximas décadas (SANTIN-QUIROZ, 2001: 64).

Porém, o gabinete ortodoxo de De La Madrid sofreu dois reveses importantes, que diminuiriam suas expectativas quanto à plena aplicação de suas interpretações monetaristas de política econômica. Em primeiro lugar, após os ajustes do choque de oferta de 1979, os preços internacionais do petróleo registraram uma queda de 65% entre novembro de 1985 e julho de 1986. A subsequente perda das receitas da Petróleos Mexicanos (PEMEX) resultou em uma diminuição de US\$ 300 milhões em repasses fiscais naquele período (MORENO-BRID & ROS, 2009). Não bastando, em 19 de setembro de 1985, a Cidade do México sofreu um terremoto de magnitude 8.1 na Escala Richter, o que demandou uma intervenção emergencial do governo mexicano. Os recursos despendidos com o socorro à cidade, além das preocupações com sua reconstrução para a Copa do Mundo do ano seguinte, pressionaram ainda mais as finanças públicas. Assim, a equipe econômica de De La Madrid comunicou ao FMI que não seria capaz de honrar com as etapas previstas pelo acordo de 1983, o que levou o Fundo a cancelar a liberação das parcelas faltantes do empréstimo contratado. A radicalização da reforma econômica que se seguiu atendeu ao objetivo de captar mais investimentos estrangeiros diretos, além de reativar a economia doméstica, por meio da liberalização de preços, redução de subsídios, abertura comercial e ampliação das privatizações.

Entre todo o desgaste política causado por essa sequência de eventos, a gestão de De La Madrid conseguiu incrementar a autonomia do banco central mexicano. A reforma da Lei do Banco de México de 1985 eliminou o poder de veto do ministro da Fazenda sobre as decisões do banco central, além de proibir que o banco adquirisse voluntariamente títulos do governo federal. (BANXICO, 2012: 189; JACOME, 2015: 20). No entanto, os interesses da coalizão financeira se manifestariam de forma mais objetiva nos princípios do sexênio de Salinas, com a reprivatização do sistema bancário em agosto de 1990.

Segundo o discurso oficial da época, os objetivos do processo atendiam a generalidades como “criar um sistema financeiro mais eficiente e competitivo”, “evitar a concentração de mercado”, “assegurar padrões éticos de gestão bancária”, “promover a descentralização” e “obter um preço justo pelos ativos”.¹⁵ No entanto, a reprivatização atendia a outros propósitos menos flagrantes, uma vez que manifestou a consistência ideológica e econômica da coalizão financeira dos tecnocratas que compunham o gabinete de Salinas.

A reprivatização favoreceu a concentração do poder financeiro no país. Antes da nacionalização, os bancos comerciais eram as instituições que coordenavam as atividades dos grupos econômicos que compartilhavam o controle acionário de empresas de diversos setores produtivos. Assim, a nacionalização dos bancos trouxe um conjunto de fábricas, lojas e hotéis para o controle estatal, que foi posteriormente reprivatizado em 1984. Os grupos que adquiriram os ativos eram compostos por “*casas de bolsa*”, distribuidoras de títulos e valores mobiliários que não foram nacionalizadas e cujos proprietários não eram, em sua maioria, do setor bancário. Os acionistas da Operadora de Bolsa, por exemplo, também eram controladores de empresas do setor de químicos (*Grupo Cysda*), vidraçaria (*Grupo Vitro*), siderurgia (*Grupo Alfa*), papel e celulose (*Kimberly Clark Mexico*), entre outros. Foram esses grupos também que adquiriram (de volta) os bancos comerciais durante a reprivatização de agosto de 1990 (RODRIGUEZ, 2010: Cap. 1 e 2).

¹⁵ Discurso do ministro da Fazenda, Pedro Aspe, pela abertura da Sexta Reunião dos Bancos do México em 13 de agosto de 1990. Disponível em: <http://lae.princeton.edu/catalog/1fthg#?c=0&m=0&s=0&cv=0&z=-0.6586%2C-0.7301%2C2.3171%2C2.7346>

As mudanças no setor financeiro não apenas habilitaram os investidores mexicanos a captar mais recursos no mercado internacional de capitais, como também melhoraram o ambiente de negócios para o capital estrangeiro atuar no país. Alguns meses antes da eleição, o governo autorizou a participação estrangeira no setor bancário e o poder dos grupos econômicos nacionais teve de ser compartilhado. Um exemplo foi a fusão do banco *Serfin* (adquirido pela *Operadora de Bolsa*) com o Banco Mexicano, após ambos terem sido comprados pelo grupo espanhol Santander. Os recursos estrangeiros auxiliaram a concentração do setor, que nos princípios de 1995 experimentariam uma nova reorganização devido à crise do Peso (RODRIGUEZ, 2010). Além disso, o volume de recursos que ingressou entre 1990 e 1994, aliado aos resultados do Programa Nacional de Solidariedade (PRONASOL), contribuiu para que o peso mexicano se mantivesse sobrevalorizado. O ciclo de expansão do consumo que se seguiu foi um dos principais fatores para o sucesso eleitoral do PRI na disputa presidencial de 1994.

A necessidade de captação de recursos para a legitimação de um determinado projeto político, como no caso da sucessão presidencial de Salinas, lança dúvida quanto à razão para a concessão da autonomia aos bancos centrais: que incentivos os governos têm para abdicar do controle da política monetária? Uma vez que a competição eleitoral é agressiva, a inconsistência dinâmica ou o viés inflacionário parecem motivos excessivamente altruístas diante do objetivo dos incumbentes em maximizar seu tempo no Poder. “Políticos em exercício obviamente não têm que delegar a gestão monetária a um banco central conservador”, mas quando assim o fazem “é por que a delegação atende a seus propósitos” (HAYO, 1998: 18). As decisões de tal natureza têm menos a ver com o “combate à inflação do que com o desejo de distribuir rendas [...] para eleitorados poderosos” (GARRIGA, 2010: 13).

Para os interesses de legitimidade da coalizão financeira¹⁶, além da reforma das instituições econômicas, os programas sociais foram parte importante de sua estratégia política. A despeito de um discurso liberalizante utilizado durante a campanha eleitoral, o presidente Salinas inicialmente adotou uma política econômica heterodoxa de caráter assistencialista. Os recursos advindos das privatizações se somaram à assistência financeira e técnica do Banco Mundial, que resultou na

¹⁶ Por coalizão financeira entende-se um grupo de executivos públicos que detém antecedentes profissionais com o setor financeiro e vínculos acadêmicos com o pensamento econômico ortodoxo (cf., MAS, 1995). No caso do México, a coalizão financeira se opôs à desenvolvimentista, que prevaleceu até a eleição de De La Madrid.

criação e aplicação do PRONASOL. O programa tinha como objetivo reduzir a pobreza no México, por meio da concessão de transferências diretas de renda e subsídios direcionados para saneamento básico e eletricidade. A partir disso, é possível afirmar que o PRONASOL também foi utilizado deliberadamente para a legitimação política do PRI, que completava sua sétima década na presidência do país, ao direcionar maior volume de recursos assistenciais às regiões dominadas por partidos de oposição (TEICHMAN, 1998).

O sucesso dessa estratégia política da coalizão financeira também passa pelo efeito-renda provocado pelo constante ingresso de capital estrangeiro sobre a taxa de câmbio. Salinas havia percebido que desvalorização e inflação são determinantes importantes para o comportamento dos eleitores, o que fez com que estruturasse sua estratégia eleitoral para 1994 em torno do panorama econômico do país (SANTIN-QUIROZ, 2001: 185). A adesão ao NAFTA contribuiu para o amparo jurídico da liberalização financeira, mas o presidente Salinas seguiu sua política em prol da autonomia do banco central, “como parte de um esforço multifacetado para aumentar o ingresso de fluxos financeiros estrangeiros, a despeito da necessidade declinante de crédito externo” (MAXFIELD, 1997: 103).

Além disso, Salinas também considerou a concessão de autonomia como um modo de sinalizar um compromisso futuro de seu partido com políticas amigáveis ao capital estrangeiro, mesmo após ter deixado a presidência. Devido às seculares características autoritárias da política mexicana, a “manipulação política” do banco central não beneficiou Salinas durante o exercício, mas poderia eventualmente auxiliar seu partido na competição por solvência internacional em uma eventual vitória em 1994. Aos olhos da oposição, a autonomia do banco central era um “passo positivo” para o processo de liberalização política, já que reduz textualmente o poder da figura presidencial. Por isso, o projeto de lei que autorizava a reforma não teve problemas em ser aprovado pelo parlamento do México (MAXFIELD, 1997: 104)

A reforma do Banxico que se seguiu obedeceu aos princípios da literatura econômica convencional sobre o tema, ou seja, (I) o banco central deve ter um mandato constitucional orientado para a preservação da estabilidade de preços, (II) o banco central não pode ser coagido a emprestar ou comprar títulos públicos para além dos valores autorizados por seu Conselho de

Administração, (III) o banco central não pode ter seus membros destituídos de seus cargos antes do fim dos mandatos, que não coincidem com ciclos eleitorais (SANTIN-QUIROZ, 2001: 186).

O parágrafo adicionado ao Artigo 28 da Constituição Política dos Estados Unidos Mexicanos em 20 de agosto de 1993 estabeleceu que;

O Estado terá um banco central que é independente no exercício de suas funções e sua administração. Sua prioridade será assegurar a estabilidade do poder de compra da moeda nacional, fortalecendo assim a administração do desenvolvimento nacional para o Estado. Nenhuma autoridade pode ordenar o banco a conceder financiamento.

De acordo com Luís Jacome (2015: 34), a inclusão dos objetivos do mandato na Constituição, contidos na Lei de 1993, busca minimizar as possibilidades de que uma lei futura dilua o foco na estabilidade de preços. A definição das formas de escolha dos dirigentes do banco busca “desatar” a programação monetária dos calendários eleitorais (Art. 38º a 45º). O Banxico também recebeu autonomia operacional para conduzir a política monetária da melhor forma que lhe couber, permitindo a livre utilização dos instrumentos monetários sem interferência governamental (Art. 46º). Por fim, como já mencionado anteriormente, a nova legislação proibia expressamente o banco central de financiar os gastos do governo (Art. 9º). Em termos estruturais, o Art. 41 define a composição da Junta dos Governadores do Banxico, que é indicada pelo presidente da República e aprovada pelo Senado Federal, conforme a Tabela 2 a seguir.

As características de coordenação com o capital estrangeiro próprias de um banco central autônomo se manifestaram rapidamente após a promulgação da lei. A entrada recorde de recursos estrangeiros em 1993 provocou uma apreciação cambial que reduziu as margens de lucro do setor de bens transacionáveis, o que desestimulava o investimento e diminuía os níveis de poupança do país. O nível de capital externo convertido em investimento direto aumentou durante tal período, mas, em sua maioria, os recursos buscavam oportunidades em títulos de elevada liquidez e curto prazo. A alavancagem do setor bancário em moeda estrangeira, além do aumento das concessões de crédito para o consumo, foram duas das principais causas da crise que se seguiu em 1995 (MORENO & BRID, 2009: 200).

Tabela 2 – Normas para a Junta dos Governadores do Banxico (cf. Art. 41)

Cargo	Condução ao cargo	Requisitos para o Cargo	Mandato
Governador do Banxico	Indicado pelo Presidente da República com nomeação aprovada pelo Senado.	Ter sido indicado subgovernador ao menos uma vez, naturalidade mexicana, até 65 anos de idade, experiência gerencial de ao menos cinco anos no sistema financeiro local e competência reconhecida em matéria monetária.	6 anos, a partir do quarto ano do <i>sexênio</i> corrente.
Subgovernador (1)	Indicado pelo Governador do Banxico, com nomeação aprovada pelo Senado.		8 anos, iniciados apenas no primeiro, terceiro e quinto ano de cada <i>sexênio</i> .
Subgovernador (2)			
Subgovernador (3)			
Subgovernador (4)		A Constituição faculta que dois membros da Junta podem ser mexicanos, menores de 65 anos de idade e dotados de competência reconhecida em outras áreas profissionais (ex.: acadêmica e jurídica).	
Subgovernador (5)			

Fonte: Banxico

Evolução da política monetária do México entre 1991 e 2008

Subordinação à política cambial (1991-1994)

Embora o banco central tenha adquirido autonomia para conduzir a política monetária, as diretrizes da política cambial seguiram definidas por um órgão colegiado, a Comissão de Câmbios, composta por membros do Banxico e do Ministério da Fazenda, que contam com voto qualificado (DIAZ, 2005: 70). Entre 1991 e 1994, a política cambial mexicana se baseou em um “regime de bandas com deslizamentos controlados”, em que a Comissão determinou o limite inferior da flutuação (\$ 3.051,20/US\$ em 11 de novembro de 1991) enquanto o limite superior era diariamente ajustado (BANXICO, 2009). A adoção desse regime fazia parte da reforma econômica de Salinas, que também tinha por objetivo “travar” a inflação por meio de âncoras cambiais.

No entanto, outras medidas contribuíram para tornar arriscada tal estratégia cambial. A reprivatização bancária atraiu grupos financeiros com estratégias agressivas para o mercado doméstico de crédito, capazes de captar recursos no mercado financeiro internacional, o que alavancou significativamente o consumo interno por meio de endividamento (SANTIN-QUIROZ, 2001). Além disso, entre 1989 e 1990, o governo federal permitiu que investidores estrangeiros adquirissem títulos públicos, como também participações em empresas mexicanas listadas no mercado acionário. Pela lógica do governo, os recursos arrecadados pelos segundos esterilizariam a volatilidade dos primeiros (GRIFFITH-JONES, 1997). O otimismo quanto à capacidade do câmbio em conter a inflação e aprofundar a integração externa da economia também fez com que o governo alterasse sua forma de financiamento. Nesse sentido, os Certificados do Tesouro Federal (Cetes, sigla em espanhol), títulos públicos denominados em Pesos, foram substituídos pelos *Tesobonos*, títulos de curto prazo indexados ao dólar.

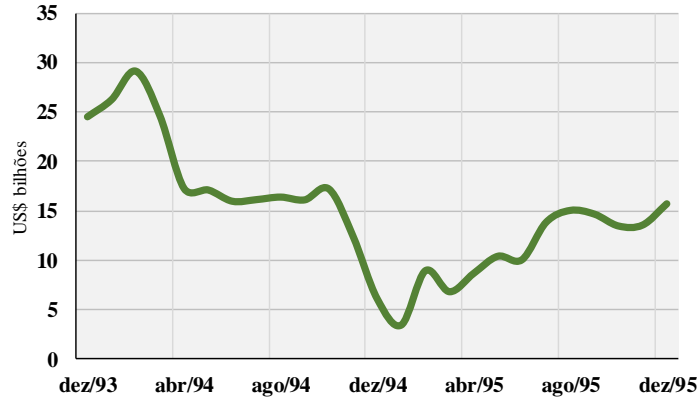
O ingresso caudaloso de capital estrangeiro para o financiamento do consumo, seja por meio do crédito bancário, seja por meio do subsídio aos importados causado pela apreciação, aumentou a vulnerabilidade externa do país. O déficit em transações correntes alcançou 7% do PIB, um valor que os fluxos da conta financeira do balanço de pagamentos não conseguiriam compensar. Tampouco a política monetária poderia frear a bolha de empréstimos bancários, uma

vez que os depósitos compulsórios tinham sido abolidos e os controles de crédito eliminados ao final da década de 1980 (GRIFFITH-JONES, 1997: 14).

Para honrar seus compromissos, tanto públicos quanto privados, o governo mexicano recorreu à utilização de reservas internacionais. Contudo, a miopia quanto à duração dessa medida emergencial retardou a depreciação do câmbio em face de “temores inflacionários” em um ano de eleição presidencial (MORENO-BRID & ROS, 2009: 201). O valor dos *Tesobonos* a vencer já superava o volume de reservas mexicanas em novembro de 1994, o que fez com que os investidores estrangeiros desconfiassem da consistência das ações do governo. O impulso final de desconfiança quanto ao futuro econômico do México veio com o acirramento das tensões políticas na região de Chiapas, alguns dias após a posse do presidente Ernesto Zedillo (1994-2000) em dezembro de 1994. Os movimentos do Exército Zapatista de Libertação Nacional (EZLN) provocaram um ataque especulativo ao Peso, que fez com que o recém-empossado governo depreciasse o câmbio em 15%. No entanto, “para a surpresa de todos”, o anúncio da desvalorização do limite superior da banda não foi acompanhado de outras mudanças macroeconômicas importantes para o curso de 1995. “Descrentes”, os investidores retiraram do país US\$ 4 bilhões em apenas um dia, o que fez com que as autoridades percebessem que “não havia outra alternativa senão deixar o Peso flutuar” a partir de 20 de dezembro de 1994 (EDWARDS et al, 2000: 192).

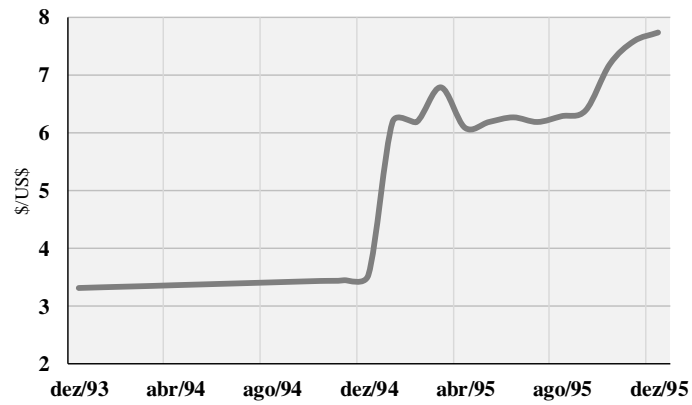
A degradação da situação econômica fez com que o nível de reservas internacionais diminuísse US\$ 10 bilhões no último trimestre de 1994, retornando à valores registrados no início da gestão Salinas em 1988 (Figura 1). O fim do regime de bandas fixas resultou em uma desvalorização cambial de pouco mais de 92% entre dezembro de 1994 março de 1995 (Figura 2). Por fim, como primeira resposta à sangria externa que o país vivenciava, o governo aumentou drasticamente a remuneração de seus títulos de curto prazo para 74,8% ao ano em abril de 1995 (Figura 3). No entanto, a elevação pouco surtiu efeito, uma vez que “a substituição das Cetes por *Tesobonos* magnificou as consequências da desvalorização e transformou o que seria um simples desalinhamento em uma crise das finanças públicas de grande escala” (SANTIN-QUIROZ, 2001: 226).

Figura 1 - Evolução das Reservas Internacionais do México entre dez/93 e dez/95



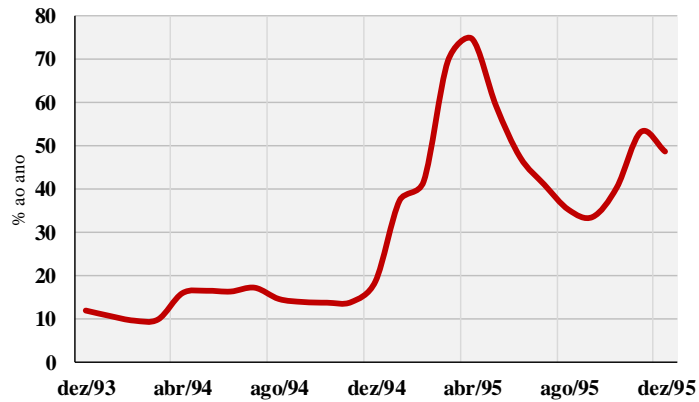
Fonte: Banxico

Figura 2 - Evolução da taxa de câmbio do México entre dez/93 e dez/95



Fonte: INEGI

Figura 3 - Evolução dos juros dos CETES para 28 dias entre dez/93 e dez/95



Fonte: Banco Intercom

Política monetária em transição (1995-2000)

Os episódios de dezembro de 1994 culminaram na demissão do ministro da Fazenda, Jaime Serra Puche, que não chegou a completar um mês à frente da pasta. Em seu lugar assumiu Guillermo Ortiz Martinez, que, logo no início de 1995, anunciou um programa econômico de caráter restritivo. A política monetária ocupava um papel central na recuperação da credibilidade do banco central e também da solvência internacional do país. A definição de tal protagonismo tirava proveito da existência, a partir daquele momento, de um regime flutuante de câmbio, que permitiu que o Banxico readquirisse o controle sobre a oferta de moeda e pudesse aplicar um regime de metas quantitativas para os agregados monetários (BANXICO, 2012: 237)

A partir de então, a política monetária foi caracterizada pelo regime de saldos acumulados. De acordo com Garriga (2014: 13), o banco central definiu um intervalo de 28 dias no qual as reservas bancárias deveriam registrar um saldo médio de zero. Em busca de um efeito contracionista sobre a base monetária, o Banxico estabelecia uma taxa elevada de juros, que penalizasse aquelas instituições financeiras com saldos devedores após o fim desse período. Caso o saldo fosse positivo, a penalidade seria a perda do custo de oportunidade de aplicar a moeda em outras operações.

A fim de alcançar os objetivos do regime, que ficou conhecido como sistema de “corto”, o Banxico divulgava a evolução diária dos saldos durante a vigência do intervalo, o que funcionava também como um “sinal” das intenções de política monetária do banco. A busca por saldos acumulados negativos implicava que o Banxico não estava disposto a oferecer recursos as taxas de mercado, o que fazia com que as instituições sanassem suas necessidades no mercado interbancário, eventualmente diminuindo a oferta de moeda na economia. Por outro lado, o anúncio em favor de saldos positivos indicava que o Banxico se dispunha a financiar as instituições com taxas abaixo das praticadas no mercado interbancário, estimulando a operação à descoberto e o aumento da circulação de moeda (BANXICO, 2003: 12-13).

O mecanismo de sinalização do Banxico buscava retomar sua credibilidade, que foi danificada pelo processo de desvalorização e o retorno de um ambiente inflacionário durante o primeiro semestre de 1995. Os agentes observavam o banco central como uma autoridade pouco

transparente na condução da política monetária, que respondia com lentidão durante ciclos recessivos. A adoção do sistema de saldos acumulados, em conjunto com um novo compromisso firmado com o FMI, fez com que as expectativas inflacionárias diminuíssem e o câmbio deixasse de depreciar ainda em 1995 (CARSTENS & WERNER, 1999: 13-15).

Os ajustes do pós-crise não se ativeram apenas à política monetária. No tocante à política cambial, o abandono do sistema de bandas fixas não se traduziu em uma liberalização completa, uma vez que o banco central manteve um esquema de intervenção discricionária, conhecido como “flutuação suja”. O Banxico adquiria periodicamente opções cambiais das instituições financeiras e, a depender de seu objetivo por apreciação ou depreciação, leiloavam determinados lotes desses papéis no período seguinte. A intuição por trás do mecanismo era alcançar uma taxa média de câmbio entre os vencimentos dos títulos, que controlassem movimentos bruscos na cotação do dólar.

As mudanças na utilização de instrumentos cambiais e monetários têm a ver não apenas com a evolução do pensamento econômico e da experiência internacional (GOODFRIEND, 2007), mas também com uma década de “esforços falidos” no controle da inflação, da aplicação de instrumentos que não permitiam a acomodação de choques externos e a falta de credibilidade das instituições monetárias (GARRIGA, 2014: 12).

Adoção do regime de metas de inflação (2001-2008)

O regime de metas de inflação surgiu como uma alternativa de política econômica para a estabilização de preços, após as experiências malsucedidas de ancoragem cambial, especialmente em países da América Latina, ao final da década de 1990. O controle inflacionário por meio da fixação da taxa de câmbio, somado à liberdade de circulação de capitais, compeliu os bancos comerciais a realizar operações de crédito de maior risco. A ocorrência de ataques especulativos ou choques externos encontraria um sistema “despreparado para conter grandes retiradas de depósitos”. Assim, o enfrentamento da crise bancária que se seguiu seria, “como no passado”, responsabilidade do banco central (JACOME, 2015: 39-40).

Nesse sentido, as experiências da crise do Peso foram determinantes para que o Banxico iniciasse uma transição gradual para um regime de metas de inflação. De acordo com Ball e Reyes (2004: 56-59), a criação do mecanismo do sistema de saldos acumulados (*corto*) fixou o instrumento de política monetária pelo qual a meta de inflação, anunciada pela primeira vez em 1996, seria alcançada. As metas foram sequencialmente divulgadas ao início de cada ano entre 1997 e 2000. A partir de então, o canal de comunicação estabelecido com os agentes econômicos permitiu que o Banxico respondesse com agilidade a eventuais falhas no atingimento das metas. Amparado pelo Art. 28 da Constituição, o próprio banco estabeleceu que o objetivo permanente de inflação será de 3% anuais, com limites inferiores e superiores de 1%.

A transição se completaria com o anúncio do Programa Monetário de 2001, que institucionalizou as medidas já em curso e estabelecia outros parâmetros, como a convergência da taxa anual de inflação para 3% em 2003. Para tanto, o Banxico se comprometia a seguir uma política monetária restritiva, ante um reajuste dos preços administrados de acordo com as metas de inflação e uma política fiscal “sólida”, que contariam também com a ausência de perturbações externas severas, capazes de alterar a taxa real de câmbio. Ainda no documento, o Banxico estabelece que “o desejável é que a política monetária se instrumente de forma preventiva, o que reduziria substancialmente os custos do processo de abatimento da inflação”, que seria alcançado por meio da “análise contínua” da evolução dos preços, a ser publicada em seus Informativos Trimestrais. Assim, “se reforçaria o papel de âncora nominal que cumprem as metas de inflação e se evitaria a contaminação das expectativas de inflação à médio e longo prazos” (BANXICO, 2001: 68-72).

Após o cumprimento da meta pela primeira vez em 2003, o banco central passou a anunciar o montante de saldos acumulados diários, não mais para um intervalo de 28 dias, que desejava para as reservas bancárias. Com isso, é possível afirmar que a transição para o regime de metas de inflação se completou apenas em 2008, quando o controle da liquidez do mercado interbancário foi atribuído diretamente a taxa de juros. A permanência de instrumentos vinculados às metas intermediárias é uma evidência da postura conservadora do Banxico em relação às transformações que afetem as formas de gerenciar a política monetária.

Desempenho da economia mexicana durante a crise de 2008

O comportamento do setor externo da economia mexicana fornece sinais evidentes dos impactos da crise no país, principalmente devido ao seu estreito vínculo comercial com os Estados Unidos. Entre 2008 e 2014, o país absorveu em média 65% das exportações mexicanas, que se concentraram principalmente em veículos, máquinas e equipamentos e combustíveis minerais, produto qual o México é seu principal fornecedor. A perda do dinamismo no mercado estadunidense significou uma queda de 39,1% nas exportações de petróleo do México em 2009.¹⁷ As vendas se recuperaram entre 2010 e 2011, e nos três anos subsequentes, a média mensal de embarques (US\$ 4,1 bi) retornou aos níveis pré-crise.

O petróleo correspondeu a cerca de 15% das exportações mexicanas no período analisado. O crescimento sustentado do preço da commodity, a partir de 2001, contribuiu para que o país acumulasse reservas internacionais (Figura 1). O desempenho exportador do produto também exerce influência sobre o comportamento das contas públicas. Entre 2008 e 2014, o nível de reservas mais que dobrou e alcançou um total de US\$ 193,2 bilhões. O “colchão de liquidez” em divisas estrangeiras amenizou os efeitos da saída de US\$ 14,9 bilhões em investimentos de portfólio em 2009, um montante superior à fuga de capitais registrada em 1995 (US\$ 13,9 bi).

Além do vínculo comercial, a participação de imigrantes mexicanos no mercado de trabalho dos Estados Unidos se configurou como um outro canal de transmissão da crise para o México. Os trabalhadores mexicanos enviaram para seus familiares uma média anual de US\$ 25,6 bilhões nos três anos anteriores à 2008. A desaceleração da construção civil do país vizinho, que absorve grande parte da mão de obra imigrante, provocou uma redução de 15,3% nas transferências unilaterais de renda para o México em 2009. A consequente redução da renda disponível das famílias destinatárias de tais recursos impactou a demanda por bens e serviços locais na economia mexicana. A recuperação do volume de transferências nos anos seguintes não se igualou ao total enviado em 2008.

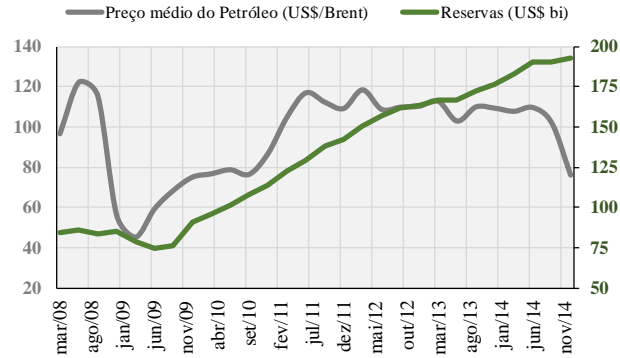
O desempenho econômico do México acompanhou a tendência mundial de contração após a eclosão da crise. No entanto, a redução do PIB mexicano em 2009 foi superior à média dos

¹⁷ Dados do UN Comtrade. Disponível em: <https://comtrade.un.org/>

mercados emergentes e também dos países da América Latina. A dimensão do movimento talvez seja explicada por sua proximidade com o mercado estadunidense, além do grupo de países emergentes considerar a China que, a despeito das restrições internacionais, registrou um crescimento de 9,2% e 10,6% entre 2009 e 2010, respectivamente. Mesmo o rebote de 2010 foi moderado para a economia mexicana, que também se situou distante dos níveis registrados por seus parceiros emergentes e regionais (Figura 2).

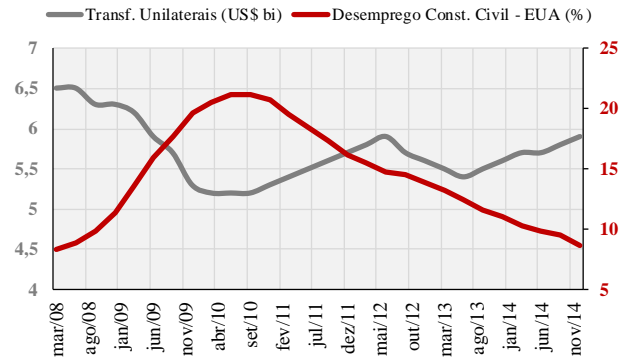
Entre os principais componentes da atividade doméstica, a indústria de transformação e o setor de serviços foram aqueles que mais sentiram a degradação do cenário internacional. O primeiro, devido à sua dependência do mercado estadunidense, o segundo, por depender das remessas dos imigrantes para o consumo local de suas famílias. A diminuição do poder de compra do mexicano afetou o setor de construção civil, cuja demanda se restringe ao mercado doméstico (Figura 3).

Figura 4 – Preço do petróleo e evolução das reservas cambiais jan/08 e dez/14



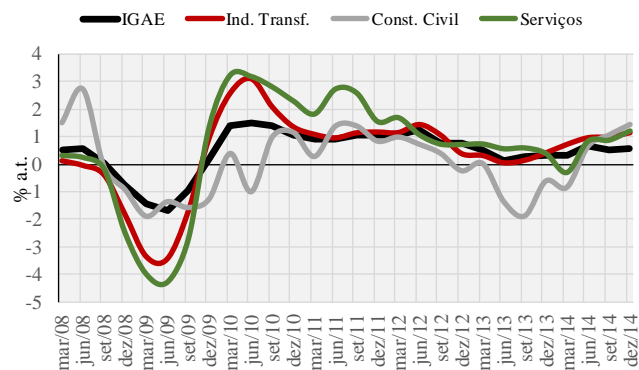
Fonte: FMI e Banxico

Figura 5 – Remessas ao México e desemprego na construção civil dos Estados Unidos (média móvel)



Fonte: BLS e INEGI

Figura 6 - Evolução de Componentes do IGAE entre 2008 e 2014 (média trimestral)



Fonte: INEGI

Respostas de política monetária à crise

As respostas de política monetária aos efeitos da crise variaram entre países industrializados e emergentes. Nos primeiros, a estabilidade macroeconômica alcançada ao longo dos vinte cinco anos anteriores à crise produziu um fenômeno de convergência declinante das taxas básicas de juros. A ocorrência do “limite inferior zero” (ZLB, sigla em inglês) se dá quando a produção apurada de uma economia tende a se aproximar de sua capacidade produtiva instalada, o que significa menor variação das taxas de juros, que já não conseguem estimular a atividade econômica nas mesmas dimensões de outrora. Nesse sentido, o fenômeno estimulou os bancos centrais a aplicarem políticas monetárias alternativas para a recuperação da atividade produtiva. Tais políticas incluíram medidas como, entre outras, um compromisso com baixas taxas de juros, a aquisição direta de ativos e a comunicação pública e constante das perspectivas e decisões dos bancos centrais. O objetivo era alterar as expectativas futuras dos agentes por outra via que não a taxa de juros de curto prazo.

De acordo com Loisel e outros (2009), diante do fenômeno do ZLB existem ao menos três políticas “não convencionais” a serem perseguidas. Em primeiro lugar, os bancos centrais podem se comprometer com uma taxa de juros excessivamente baixa no médio prazo, com o objetivo de ancorar as expectativas de inflação (em níveis mais elevados) e estimular a demanda agregada. Diante do mesmo contexto, os bancos centrais podem abandonar o objetivo de manipulação dos juros interbancários em suas operações de mercado aberto, se concentrando na compra de títulos privados para aumentar as reservas dos bancos comerciais até uma determinada quantidade. Por outro lado, o banco central pode adquirir ativos financeiros por meio das mesmas operações, mas com o intuito de aumentar os preços destes ativos e “destravar” o crédito bancário para a economia.

A aplicação destas políticas escapa das atribuições de um banco central autônomo, concentrado exclusivamente na manutenção da estabilidade de preços. O surgimento do “alívio quantitativo” relativizou a singularidade dos mandatos dos bancos centrais. Assim, sob a justificativa de não terem abandonado o controle da inflação, autoridades monetárias notadamente autônomas começaram a aplicar políticas “não convencionais” ante um cenário de crise prolongada.

Nesse sentido, a partir de 2014, o Banco Central Europeu (BCE) expandiu a oferta crédito a taxas fixas para instituições financeiras interessadas em aumentar suas linhas para o setor privado, além de ter lançado um amplo programa de aquisição de ativos e títulos. Com isso, os ativos em posse do BCE corresponderam a 20,7% do PIB do bloco em julho de 2015, ante uma participação de 9,9% em 2007. A base monetária também aumentou 8,8% do PIB para 15,2% na mesma base de comparação. Os baixos níveis de crescimento de produto e dos preços são a justificativa do BCE para tais medidas.¹⁸

O Banco da Inglaterra (BoE), por sua vez, iniciou seu programa monetário alternativo logo no primeiro trimestre de 2009, ao anunciar um montante de £ 75 bilhões destinados para a aquisição de ativos e títulos. Os valores foram ampliados mais três vezes ao longo daquele ano, até que em julho de 2012, o total do programa alcançou £ 375 bilhões. O governo também articulou o “Funding for Lending Scheme”, em que o BoE repassa recursos do Tesouro Britânico para bancos comerciais financiarem o setor real da economia (CHURM, 2015).

Enquanto os países industrializados criavam mecanismos agressivos de aumento da liquidez, a política monetária dos países emergentes se ateve a opções convencionais para absorver os primeiros impactos da crise. Lins e Datz (2016: 23-24) mostram que o Banco Central do Brasil (BCB) diminuiu a exigência dos depósitos compulsórios e reduziu a taxa básica de juros, caracterizando uma política contracíclica de estímulo ao crescimento. O Banco de Reserva da Índia (RBI, sigla em inglês) seguiu o mesmo tipo de política, mas devido a problemas de solvência externa das firmas locais. Ao contrário de seus pares, o Banxico reagiu inicialmente com um aumento moderado dos juros, materializando a postura ortodoxa de seus gestores e o compromisso com a estabilidade da inflação, ameaçada pela desvalorização premente, conforme observamos na seção anterior.

¹⁸ Apresentação do vice-presidente do BCE, Vítor Constâncio, durante o Congresso Anual da Associação Econômica Europeia (EEA, sigla em inglês) em agosto de 2015. Disponível em: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150825.en.html>

Análise das decisões de política monetária do Banxico

A Junta de Governadores do Banxico segue um calendário regular de anúncios sobre suas decisões de política monetária, que se tornaram recorrentes a partir da adesão ao regime de metas de inflação em 2001. Os comunicados são divulgados em média a cada 45 dias e contêm uma breve análise da conjuntura econômica doméstica e internacional, bem como uma justificativa sobre a decisão adotada na ocasião. O banco também publica informativos trimestrais sobre a trajetória da inflação, com pormenores das decisões tomadas anteriormente, além dos programas monetários anuais.

As primeiras anotações sobre os problemas no mercado hipotecário dos Estados Unidos aparecem no comunicado do dia 24 de agosto de 2007. Os sinais da crise foram tratados inicialmente como um indicativo da aversão ao risco nos mercados financeiros internacionais, mas que poderiam eventualmente afetar o vigor da recuperação da atividade industrial registrada no segundo trimestre daquele ano. No entanto, a decisão do Banxico conferiu mais ênfase as “preocupações à nível mundial pelos riscos inflacionários associados à evolução dos preços dos alimentos e do petróleo” (C.P., 24/08/2007). Diante de tal incerteza, o Banxico optou por manter as condições monetárias inalteradas, mas como uma inclinação restritiva.

Em 21 de janeiro de 2008, o banco abandona o mecanismo de saldos diários e adota uma meta para a taxa de juros diária do mercado interbancário (*tasa de fondeo*), que foi inicialmente fixada em 7,5% ao ano. A desaceleração dos Estados Unidos aumentou as expectativas do banco quanto à uma recessão ainda na primeira metade de 2008. Porém, a Junta decidiu pela manutenção das condições monetárias ante as evidências de contaminação doméstica pela alta dos preços das commodities nos dois anos anteriores.

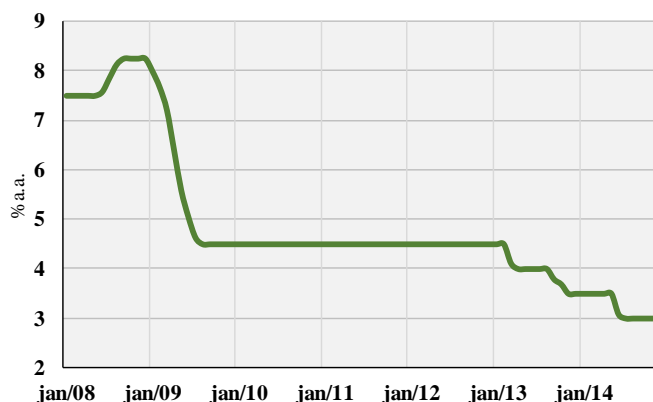
As preocupações do Banxico quanto ao comportamento dos preços eram justificadas. A partir de março de 2008, o acumulado para 12 meses do índice nacional de preços ao consumidor (INPC) ultrapassou o limite superior da meta de inflação. O índice de 6,35%, naquele ano, seria o maior para a série desde a implementação do regime de metas em 2001. Na tentativa de amenizar o crescimento dos preços, a Junta aumentou sucessivamente a taxa de juros por três vezes a partir de junho. As razões apontadas permaneciam em torno da atenção quanto às pressões de custo que

os preços das commodities agrícolas e minerais exerciam sobre a economia doméstica. Além disso, o setor produtivo ainda não havia registrado indicativos preocupantes de desaceleração, que se aprofundariam apenas a partir do primeiro trimestre de 2009.

Em termos comparativos, a postura contracionista do Banxico foi inicialmente acompanhada por outros bancos centrais de países em desenvolvimento. Ao longo de 2008, Brasil e Rússia elevaram os juros em quatro oportunidades, Turquia, assim como o México, por três vezes e África do Sul e Índia, apenas em duas. Apesar das preocupações inflacionárias, a alta generalizada dos juros entre os países em desenvolvimento também atendeu à uma lógica de contenção de saída de capitais e desvalorização cambial. O comportamento deste grupo de países contrastou com as primeiras reações de afrouxamento nos Estados Unidos e na Europa.

Os ajustes sucessivos do Banxico reforçam o cumprimento de seu mandato constitucional de perseguição à estabilidade de preços. No entanto, a partir do segundo trimestre de 2009, a política monetária mexicana ingressou em um ciclo passivo em que a taxa de juros se manteve em 4,5% ao ano durante 43 meses consecutivos (Figura 4). Tal movimento provocou suspeitas quanto à prevalência da estabilidade de preços na atuação do banco. Sosa (2015) questiona se a economia mexicana estaria diante de um “banco central insensível à variação da inflação” e mais preocupado com as “oscilações baixistas da produção”, ignorando o potencial impacto “retroalimentador” da inflação sobre a produção e emprego (SOSA, 2015: 82). O argumento do autor se baseia nos pressupostos da literatura convencional apresentada na primeira seção deste artigo. Nesse sentido, um banco central cuja ponderação da política monetária se concentre em flutuações da atividade econômica, ao invés das variações de preços, pode incorrer no problema da inconsistência dinâmica, o que descaracterizaria o propósito de sua autonomia institucional.

Figura 7 - Evolução mensal da taxa de juros (fondeo) entre jan/08 e dez/14



Fonte: Banxico

Como forma de avaliar a eventual insensibilidade à inflação do Banxico, a seção seguinte se ocupa de analisar o conteúdo dos Anúncios das Decisões de Política Monetária¹⁹, divulgados a cada reunião da Junta dos Governadores do banco. Além dos meses antecedentes à crise financeira já mencionados, o período analisado se estende até o final de 2014.

Os argumentos que indicam que banco central abandonou a perseguição da baixa inflação não se sustentam, uma vez que entre 2008 e 2014, os limites superiores da meta foram desrespeitados apenas em três ocasiões: 2008, 2010 e marginalmente em 2014 (Figura 5). Porém, a redução sucessiva dos juros ao longo de 2013 podem sinalizar para um comportamento anticíclico da política monetária mexicana, diante de um contexto restritivo para a recuperação da atividade econômica.

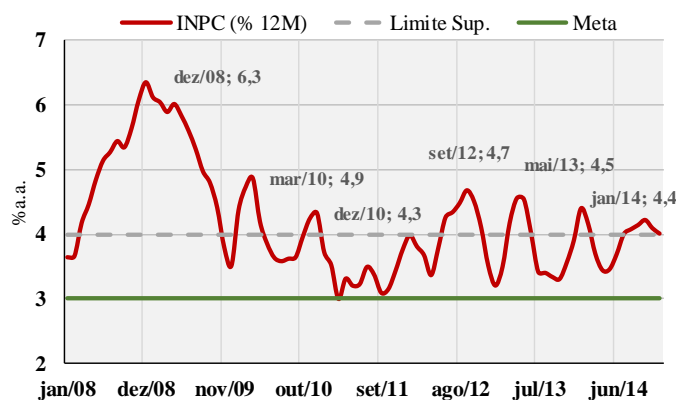
Nesse sentido, a análise do conteúdo²⁰ dos *Comunicados de Prensa* (C.P) indica que o banco adotou uma política monetária eclética no período, já que abandonou ocasionalmente seu mandato constitucional de manutenção da estabilidade de preços, mesmo que sem prejuízos ao cumprimento das metas de inflação. Por um lado, o banco seguiu conservador na utilização da taxa de juros como principal instrumento monetário, sem recorrer à compra direta de ativos e outros

¹⁹ Os comunicados de imprensa do Banxico se organizam em quatro partes: conjuntura internacional, atividade doméstica, evolução dos preços e ao final do documento, o comunicado expresso da decisão da Junta.

²⁰ Ver Anexos.

mecanismos não convencionais aplicados nos países industrializados. Por outro, demonstrou sensibilidade à degradação do cenário internacional e à atividade doméstica, tanto ao manter os juros inalterados durante um longo período, como ao reduzi-los sucessivamente diante do desempenho fraco da produção entre 2013 e 2014. Assim, ao menos durante a crise, o comportamento do Banxico se afastou das definições convencionais sobre a autonomia do banco central, o que reforçou a natureza política da organização.

Figura 8 - Evolução mensal do INPC (acumulado em 12 meses) e as metas de inflação



Fonte: Banxico

O conservadorismo eclético do Banxico diante do peso dos fatos

A outorga da autonomia ao Banxico ocorreu ante um contexto particular de euforia reformista, que se espalhou entre os países latinos carentes de solvência externa nos princípios da década de 1990. As aspirações de grupos políticos tradicionais, como o PRI, encontraram no preparo técnico de uma coalizão financeira organizada os dispositivos para sua legitimação no poder. Por isso, a modernização das instituições daquele período, por mais que atendessem a objetivos e a justificativas de isolamento da condução econômica de forças políticas, por si só, foi um movimento politicamente motivado e estabelecido. A tecnocracia financeira atuou como um novo personagem para a consolidação de interesses econômicos já tradicionais na sociedade mexicana, seja por meio das privatizações, da liberalização comercial ou da própria reforma bancária dos primeiros anos daquela década.

O conservadorismo teórico que acompanha o conceito de autonomia não se manifestou imediatamente na gestão monetária do Banxico. Até a eclosão da crise do Peso em fins de 1994, a política monetária seguiu subordinada à política cambial e foram necessários choques exógenos para que tal contexto se alterasse. A partir de então, o banco dominou seus instrumentos monetários e promoveu uma transição gradual até o regime de metas de inflação em 2001. A permanência de resquícios da gestão por metas intermediárias (por exemplo, a utilização de saldos acumulados), abandonada pelos países industrializados já nos anos 1980, sugere um cuidado excessivo do Banxico no ajuste de suas práticas de política monetária. De todo modo, a opção por tal gradualismo pode ser justificada pela busca de credibilidade de uma instituição econômica atuando em um cenário doméstico sujeito a sobressaltos diversos, originados principalmente por questões territoriais e de segurança pública.

Não é possível afirmar que, nesse sentido, o relativo isolamento político que a autonomia do Banxico conferiu à gestão monetária foi suficiente para que o banco tomasse suas decisões negligenciando deliberadamente a evolução de outras políticas, principalmente aquelas de cunho fiscal. Tampouco há indícios de inconsistência dinâmica pela análise dos *Comunicados de Prensa*, uma vez que os cursos de ação anunciados foram satisfatoriamente cumpridos, raramente alterados e extensivamente justificados. Não há também evidências da “dominância fiscal” clássica, que ocorre por meio do financiamento discricionário das despesas públicas. Porém, os dirigentes do banco demonstraram certa propensão a coordenar suas decisões sobre a taxa de juros com os desdobramentos de programas de ajuste estrutural, especialmente entre os anos de 2013 e 2014.

O contexto internacional também afetou significativamente o grau de conservadorismo das políticas do Banxico. Cabe especular se, uma vez que o epicentro da crise de 2008 não fosse os Estados Unidos, o banco possivelmente se atentaria com menos dispersão ao seu mandato constitucional de estabilidade de preços. A oscilação do dinamismo no mercado estadunidense, além das incertezas quanto à duração do alívio quantitativo do Fed, pode ter estimulado certas decisões orientadas para a recuperação da atividade doméstica. Se as preferências do banco quanto aos níveis de atividade eventualmente se aproximaram das preferências da sociedade, a autonomia do Banxico foi ineficaz para o controle inflacionário, nos termos de Rogoff (1985). Por outro lado, a variação dos preços em torno do limite superior da meta de inflação demonstra que a política

monetária não buscou causar “inflação-surpresa” e “trapacear” as expectativas dos agentes econômicos, como postula Barro e Gordon (1981).

Mesmo assim, não é possível desconsiderar a hipótese de que as decisões do Banxico conferiram maior ponderação às variações da atividade do que ao comportamento dos preços, como supostamente um banco autônomo não deve proceder. A Tabela 6 tenta sintetizar, de maneira agregada, o conteúdo dos comunicados analisados pela seção anterior e a variação anual do IGAE e também do INPC. É possível notar que as reduções dos juros ocorreram justamente em anos que o índice de atividade apresentou sinais mais débeis (2009, 2013 e 2014), a despeito do INPC ter se posicionado em níveis próximos ao limite superior da meta de inflação (4%). Outrossim, a taxa de juros não sofreu quaisquer alterações naqueles anos em que o IGAE foi mais robusto, mesmo com a inflação ultrapassando significativamente o seu teto, como ocorreu em 2010.

Portanto, o comportamento do Banxico pode ser considerado eclético uma vez que suas políticas se afastaram ocasionalmente da singularidade de objetivo de seu mandato constitucional. A manutenção do poder de compra instituída pelo Art. 28 da constituição mexicana pode não resistir à necessidade política de se recuperar o emprego e a produção doméstica, especialmente diante da extensão dos efeitos da crise financeira de 2008. Por mais que a literatura convencional reforce a salubridade econômica de um banco central autônomo, o peso dos fatos confirma, tanto para os países industrializados quanto para aqueles em desenvolvimento, que a principal tarefa de um banco central é, de fato, se preocupar com os efeitos de suas decisões sobre todas as variáveis.

Tabela 3 - Análise dos Condicionantes das Decisões de Política Monetária do Banxico

Indicador/Ano	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
IGAE (% a.a)	0,89	4,30	4,27	3,12	1,24	2,23	2,49
INPC (% a.a)	3,52	4,33	3,77	3,52	3,91	4,01	2,13
A inflação ficou dentro dos limites da meta?	Sim	Não	Sim	Sim	Sim	Não	Sim
Houve redução das taxas de juros?	Sim (7 vezes)	Não	Não	Não	Sim (3 vezes)	Sim (1 vez)	Não (1 alta)

Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banxico

Caso o Banxico tivesse atuado integralmente em conformidade com a interpretação clássica de autonomia do banco central, apresentada na primeira seção do texto, os aumentos das taxas de juros seriam mais comuns no período observado, especialmente em 2010, 2013 e 2014. No entanto, o que se percebe é uma reação baixista consistente no período, o que demonstra anedoticamente maior relação com o comportamento da atividade econômica do que dos preços, uma divergência pouco aderente ao modelo de “banqueiro conservador” de Rogoff (1985).

Considerações finais

O objetivo do trabalho foi avaliar se os efeitos da crise financeira de 2008 relativizaram as características da autonomia dos bancos centrais, que são conceitualmente vinculadas à manutenção da estabilidade de preços como objetivo singular da política monetária. O motivo para a investigação surgiu a partir da identificação de um modelo convencional de política monetária, que se edificou ao longo das décadas de 1980 e 1990 entre os países industrializados, como reação às suas experiências inflacionárias das décadas anteriores. Tal modelo também serviu de referência para os processos de estabilização dos países da América Latina que, em alguns casos, como do México, ensejaram reformas estruturais mais amplas, incluindo a concessão de autonomia a seus bancos centrais.

As reformas liberalizantes que ocorreram durante a gestão presidencial de Carlos Salinas (1988-1994) são o ponto de partida do trabalho, uma vez que reúnem elementos fundamentais para compreender a atuação do Banxico diante da crise financeira de 2008. Entre eles, a proximidade de uma “coalizão financeira” do Poder Executivo, formada por tecnocratas afiliados ao setor financeiro, que estabeleceu uma tradição de interpretação conservadora da política econômica no país. Em uma iniciativa para reforçar tal conservadorismo, o governo federal do México concedeu autonomia ao Banxico em dezembro de 1993 que, para além da modernização institucional, sinalizou um compromisso com políticas macroeconômicas alinhadas aos interesses do capital estrangeiro. A solvência externa alcançada pelo México nesse período serviu para a legitimação do projeto de Poder do PRI, por meio do efeito riqueza que a valorização cambial provocou entre seus cidadãos.

Nesse sentido, o trabalho contém uma revisão da literatura afiliada à análise econômica convencional sobre o tema, que foi realizada a fim de colher elementos teóricos aderentes ao estudo de caso sobre a autonomia do Banxico. Dentre os aspectos analisados, convergem ao objeto as questões relativas à inconsistência dinâmica e as razões para a concessão da autonomia, uma vez que a discricionariedade estatal levou o país a uma crise inflacionária em meados da década de 1980, mas que aparentemente é uma razão excessivamente altruísta para um governo se desvincular do controle de uma política tão relevante como a monetária. Assim, para a compreensão do caso

mexicano, o conceito mais adequado que define um banco central é o de uma organização fundamentalmente política.

O trabalho também se ocupou de uma análise acerca da evolução da política monetária mexicana, que após a crise do Peso, gradualmente convergiu para o regime de metas de inflação em 2001. O contexto de frequente crise econômica em que a política monetária se desenvolveu pode explicar o conservadorismo, tanto da gestão, quanto das decisões do Banxico até a eclosão da crise de 2008. A partir de então, a severidade dos efeitos contracionistas pode ter motivado o banco a tomar decisões que o afastaram ocasionalmente de seu mandato constitucional para a estabilidade de preços. Para validar tal suposição, o trabalho recorreu a análise de fontes primárias: os comunicados de imprensa que contêm os Anúncios das Decisões sobre Política Monetária, publicados ao fim de cada reunião entre 2009 e 2014 no sítio eletrônico do banco. A apreciação do conteúdo dos comunicados permitiu verificar quais as razões para o aumento ou redução da taxa de juros de referência, para além da simples observação das séries temporais.

O resultado da análise indica que o banco adotou uma política monetária eclética no período, já que abandonou ocasionalmente a singularidade do controle inflacionário, mesmo que sem prejuízos ao cumprimento das metas de inflação. Por um lado, o banco seguiu conservador na utilização da taxa de juros como principal instrumento monetário, sem recorrer à compra direta de ativos e outros mecanismos não convencionais aplicados nos países industrializados. Por outro, demonstrou sensibilidade à degradação do cenário internacional e à atividade doméstica, tanto ao manter os juros inalterados durante um longo período, como ao reduzi-los sucessivamente diante do desempenho fraco da produção entre 2013 e 2014. Assim, ao menos durante a crise, o comportamento do Banxico se afastou das definições convencionais sobre a autonomia do banco central, o que reforçou a natureza política da organização.

Referências Bibliográficas

ALESINA, Alberto; CARRASQUILLA, Alberto; STEINER, Roberto. **The central bank in Colombia**. 2000.

ARESTIS, Philip; SAWYER, Malcolm. **New consensus macroeconomics and inflation targeting: Keynesian critique**. *Economia e Sociedade*, v. 17, n. SPE, p. 629-653, 2008.

BALL, Christopher P.; REYES, Javier. **Inflation targeting or fear of floating in disguise: The case of Mexico**. *International Journal of Finance & Economics*, v. 9, n. 1, p. 49-69, 2004.

BANCO DE MEXICO (BANXICO). **Programa Monetário para 2001**. *Informes Periódicos*, 2001.

_____. **La Conducción de la Política Monetaria del Banco de México a través del régimen de Saldos Diarios**. *Nota del Banco de México*, p. 1-11, 2003.

_____. **Anuncio de las Decisiones de Política Monetária**. *Comunicados de Prensa*, 2007-2014.

_____. DÍAZ, Eduardo Turrent (org.). **Autonomía en La Banca Central de Mexico: Vision Histórica**. *Publicaciones*, 2012.

_____. **Regímenes cambiarios en México a partir de 1954**. *Trabajo de Investigación*, 2009.

BARRO, Robert J.; GORDON, David B. **Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy**. *Journal of monetary economics*, v. 12, n. 1, p. 101-121, 1983.

BAYOUMI, Mr Tamim et al. **Monetary policy in the new normal**. *International Monetary Fund*, 2014.

BERNANKE, Ben S.; MISHKIN, Frederic S. **Inflation targeting: a new framework for monetary policy?** *National Bureau of Economic Research*, 1997.

BLANCHARD, Olivier; DELL'ARICCIA, Giovanni; MAURO, Paolo. **Rethinking macroeconomic policy**. *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 42, n. s1, p. 199-215, 2010.

BORDO, Michael; EICHENGREEN, Barry. **Bretton Woods and the great inflation**. In: *The Great Inflation: The Rebirth of Modern Central Banking*. University of Chicago Press, 2013. p. 449-489.

BROZ, J. Lawrence. **The origins of central banking: solutions to the free-rider problem**. *International Organization*, v. 52, n. 02, p. 231-268, 1998.

BROZ, J. Lawrence; FRIEDEN, Jeffrey A. **The political economy of international monetary relations**. *Annual Review of Political Science*, v. 4, n. 1, p. 317-343, 2001.

CAPIE, Forrest. **The future of central banking: the tercentenary symposium of the Bank of England.** Cambridge University Press, 1994.

CHURM, Rohan et al. **Unconventional monetary policies and the macroeconomy: the impact of the United Kingdom's QE2 and Funding for Lending Scheme.** 2015.

CROWE, Christopher; MEADE, Ellen E. **Central bank independence and transparency: Evolution and effectiveness.** European Journal of Political Economy, v. 24, n. 4, p. 763-777, 2008.

CUKIERMAN, Alex; MILLER, Geoffrey P.; NEYAPTI, Bilin. **Central bank reform, liberalization and inflation in transition economies—an international perspective.** Journal of Monetary Economics, v. 49, n. 2, p. 237-264, 2002.

DEBELLE, Guy; FISCHER, Stanley. **How Independent Should a Central Bank Be?** Facing Monetary Policymakers, p. 195, 1994.

DÍAZ, Eduardo Turrent et al. **Las tres etapas de la autonomía del banco central en México.** Boletín, v. 54, n. 1, p. 11-28, 2008.

EDWARDS, Sebastian; SAVASTANO, Miguel A. **The Mexican Peso in the Aftermath of the 1994 Currency Crisis.** In: Currency crises. University of Chicago Press, 2000. p. 183-236.

EPSTEIN, Gerald. **Central banks as agents of economic development.** PERI Working Papers, p. 103, 2005.

FERNÁNDEZ-ALBERTOS, José. **The politics of Central Bank independence.** Annual Review of Political Science, v. 18, p. 217-237, 2015.

FRENKEL, Roberto; RAPETTI, Martin. **A concise history of exchange rate regimes in Latin America.** 2010.

FRIEDMAN, Milton; FRIEDMAN, Rose. **Free to choose: A personal statement.** Houghton Mifflin Harcourt, 1990.

FRIEDMAN, Milton. **The role of monetary policy.** In: The American Economic Review. Vol. 58, n. 1, 1968. p. 215-231.

GALBRAITH, James K. et al. **The collapse of monetarism and the irrelevance of the new monetary consensus.** Policy Note, The Levy institute of Bard College, v. 1, 2008.

GARRIGA, Ana Carolina. **Determinants of Central Bank Independence in Developing Countries: A Two-Level Theory.** 2010. Tese de Doutorado. University of Pittsburgh.

GARRIGA, Ana Carolina; LINS, Maria Antonieta Del Tedesco. **El Camino Hacia La Estabilidad. Treinta Años De La Moneda En México Y Brasil** (The Path Towards Stability: Thirty Years of Currency in Mexico and Brazil). Treinta Años De La Moneda En México Y Brasil (The Path Towards Stability: Thirty Years of Currency in Mexico and Brazil), 2014.

GASCA ZAMORA, José. **Privatización de la empresa pública en México 1983-1988**. Momento Económico, n. 41-42, p. 22-25, 1988.

GOODFRIEND, Marvin. **How the world achieved consensus on monetary policy**. The Journal of Economic Perspectives, v. 21, n. 4, p. 47-68, 2007.

GOODMAN, John B. **The politics of central bank independence**. Comparative Politics, v. 23, n. 3, p. 329-349, 1991.

GRIFFITH-JONES, Stephany. **Causes and lessons of the Mexican Peso crisis**. In: Global Capital Flows. Palgrave Macmillan UK, 1998. p. 100-136.

HAYO, Bernd. **Inflation culture, central bank independence and price stability**. European Journal of Political Economy, v. 14, n. 2, p. 241-263, 1998.

JÁCOME, Mr Luis Ignacio. **Central Banking in Latin America: From the Gold Standard to the Golden Years**. International Monetary Fund, 2015.

KING, Michael. **The politics of central bank independence**. Central banking, v. 11, n. 3, p. 50-57, 2001.

KYDLAND, Finn E.; PRESCOTT, Edward C. **Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans**. Journal of political economy, v. 85, n. 3, p. 473-491, 1977.

LINS, Maria Antonieta D. T.; DATZ, Giselle. **Emerging Markets' Central Banks: "New Normal" or Business as Usual?** Trabalho apresentado na Conferência Annual da International Studies Association, Atlanta, março, 2016.

LOISEL, Olivier et al. **Unconventional monetary policy measures in response to the crisis**. Current issues, v. 1, 2009.

MAS, Ignacio. **Central bank independence: A critical view from a developing country perspective**. World Development, v. 23, n. 10, p. 1639-1652, 1995.

MAXFIELD, Sylvia. **Gatekeepers of growth: the international political economy of central banking in developing countries**. Princeton University Press, 1998.

MISHKIN, Frederic S. **From monetary targeting to inflation targeting**. World Bank Publications, 2001.

MORALES, Luis Ignacio. **The Mexican Economy in the International Crisis**. Oficina Mexico. Konrad-Adenauer-Stiftung, março de 2009.

MORENO-BRID, Juan Carlos; FRAGA-CASTILLO, Carlos Alberto. **Update analysis on the international crisis and its impact on the Mexican economy**. Revista de Economía Política, v. 34, n. 4, p. 628-637, 2014.

MORENO-BRID, Juan Carlos; ROS, Jaime. **Development and growth in the Mexican economy: A historical perspective**. Oxford University Press, 2009.

MÚJICA, Marcos Bucio. **Reformas Estructurales**. Apresentação realizada por ocasião da 1ª Seção do Conselho Mexicano de Desenvolvimento Rural Sustentável (CMRDS). Cidade do México, janeiro de 2015.

NELSON, Edward et al. **The Great Inflation of the seventies: what really happened?** Federal Reserve Bank of St. Louis, 2004.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (OCDE). **Reformas Estructurales y las Perspectivas Economicas para el 2014**. Discurso de abertura do Secretário Geral Angel Gurría. Instituto Tecnológico Autônomo do México (ITAM), Cidade do México, 10 de janeiro de 2014.

PARKIN, Michael; BADE, Robin. **Central bank laws and monetary policy**. unpublished, University of Western Ontario, 1982.

PORTA, Rafael La; LOPEZ-DE-SILANE, Florencio. **The benefits of privatization: Evidence from Mexico**. National Bureau of Economic Research, 1997.

REDING, Andrew. **Mexico under Salinas: A facade of reform**. World Policy Journal, v. 6, n. 4, p. 685-729, 1989.

RODRÍGUEZ, Rubén Chavarín. **Banca, grupos económicos y gobierno corporativo en México**. Centro de Estudios Espinosa Yglesias (CEEY), 2010.

ROGOFF, Kenneth. **The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target**. The quarterly journal of economics, p. 1169-1189, 1985.

SACRISTÁN ROY, Emilio. **Las privatizaciones en México**. Economía, UNAM, v. 3, n. 009, 2006.

SANTIN QUIROZ, O. A. **The political economy of Mexican financial reform**. Ash Editions, 2000.

SCHWARTZ, Anna J. **Boundaries Between the Fed and the Treasury**. 2009.

SINGLETON, John. **Central banking in the twentieth century**. Cambridge University Press, 2010.

SOSA, Hugo Contreras. **México 2010-2014: mala política monetaria en la post-crisis**. Economía Informa, v. 389, p. 77-84, 2014.

TAYLOR, John B. **A historical analysis of monetary policy rules**. In: Monetary policy rules. University of Chicago Press, 1999. p. 319-348.

_____. **Discretion versus policy rules in practice**. In: Carnegie-Rochester conference series on public policy. North-Holland, 1993. p. 195-214.

_____. **How the rational expectations revolution has changed macroeconomic policy research.** In: *Advances in Macroeconomic Theory*. Palgrave Macmillan UK, 2001. p. 79-96.

TEICHMAN, Judith A. **Privatization and political change in Mexico.** University of Pittsburgh Press, 1998.

WALSH, Carl E. **Optimal contracts for central bankers.** *The American Economic Review*, p. 150-167, 1995.

Anexo

Análise textual das decisões de política monetária do Banxico (2009-2014)

2009

No primeiro trimestre de 2009, o Banxico reconheceu formalmente o alcance e a profundidade da crise financeira. No entanto, naquele período, o banco ainda não detectava os impactos recessivos da crise sobre a economia doméstica, já que demonstrou maior preocupação com os impactos da desaceleração sobre os preços internacionais das matérias primas, apontadas como a principal causa da inflação mexicana de 2008. Apenas em março o comunicado trouxe uma preocupação expressa com a contração da atividade econômica, ao afirmar que “os componentes do balanço de riscos deterioraram-se substancialmente mais no que diz respeito à atividade econômica do que à inflação” (C.P., 20/03/2009). Anteriormente, os impactos sobre a atividade eram tratados de maneira condicional a desaceleração nos Estados Unidos.

Porém, logo em maio, o banco abandonou as ressalvas e manifestou uma impressão otimista quanto à conjuntura internacional “A informação mais recente sugere que a forte contração econômica global está se atenuando”. Já as percepções quanto ao nível de atividade econômica seguiram negativas, agravadas pelas “medidas para evitar a propagação do vírus A (H1N1), tomadas a partir da última semana de abril. Os setores mais afetados são, sem dúvida, as indústrias da aviação e do turismo” (C.P., 15/05/2009). Os dados do Índice Geral de Atividade Econômica (IGAE) mostraram uma contração acumulada de 7,8% nos doze meses anteriores àquele mês, influenciada principalmente pela queda de 13,3% no desempenho da indústria da transformação e de 7,7% no setor terciário.

Em relação à inflação, o Banxico demonstrou uma aparente segurança quanto à trajetória declinante dos preços em 2009. Os impactos da desvalorização cambial do ano anterior provocaram um aumento no “sub-índice” relativo a bens, mas, por outro lado, os “acontecimentos recentes” amenizaram a evolução dos preços no setor de serviços. A partir de julho, os comunicados se tornaram mais genéricos quanto ao comportamento da inflação, ao repetir as impressões dos meses anteriores e concluir, invariavelmente, que “espera-se que a inflação se ajuste às previsões mencionadas e que até o fim do ano esteja em torno de quatro por cento” (C.P., 21/08; 18/09 e 16/10/2009).

Ao longo do segundo semestre, as perspectivas do Banco quanto à atividade econômica também melhoraram. “Os mais recentes indicadores de produção industrial, emprego e confiança do consumidor sugerem que a economia tocou o fundo do poço e começou uma fase de expansão” (C.P., 18/09/2009). As impressões da Junta podem ter sido influenciadas pelo repique do produto interno dos Estados Unidos, que registrou altas de 1,2 e 5,2% nos últimos dois trimestres de 2009,

respectivamente.²¹ O tom pessimista sobre as perspectivas econômicas, ainda que moderado, retornou apenas no último boletim do ano e se concentrou apenas na inflação. “O Congresso da União²² aprovou recentemente um pacote fiscal, que juntamente com a possível trajetória dos preços dos bens e serviços públicos, terá efeitos diretos e indiretos sobre a inflação de 2010” (C.P., 27/11/2009).

A análise dos comunicados permite afirmar que a política monetária mexicana foi sensível às flutuações da atividade econômica em 2009. Além das evidências textuais, a Junta de Governadores optou por reduzir a taxa de juros em sete das onze ocasiões em que se reuniu. Porém, não é possível afirmar que o comportamento da inflação foi deliberadamente negligenciado nas tomadas de decisão, uma vez que a redução da demanda interna e o barateamento das matérias primas internacionais, como o próprio banco justificou, amenizou uma eventual tendência de alta dos preços domésticos ao longo do ano.

Resumo das decisões sobre juros, índices de preços e atividade econômica para 2009

Mês da reunião	Decisão sobre a taxa de juros (p.p)	INPC acumulado em 12 meses (%)	IGAE acumulado em 12 meses (%)
jan-09	-0,50	6,11	-5,72
fev-09	-0,25	6,04	-5,41
mar-09	-0,75	5,89	-5,71
abr-09	-0,75	6,01	-6,85
mai-09	-0,75	5,83	-7,87
jun-09	-0,50	5,60	-6,73
jul-09	-0,25	5,31	-5,13
ago-09	0,00	4,97	-5,09
set-09	0,00	4,79	-3,80
out-09	0,00	4,42	-3,15
nov-09	0,00	3,80	-0,74
dez-09	Não houve	3,52	0,89

Fonte: Banxico e INEGI

²¹ Variações à preços correntes do Bureau of Economic Analysis (BEA)

²² Em novembro de 2009, o Congresso do México aprovou um pacote fiscal que autorizava o orçamento federal de 2010 a registrar um déficit de 0,7% do PIB, que seria provocado por aumentos reais nos gastos em desenvolvimento social (+4,9%), comunicações e transportes (+3,7%) e desenvolvimento sustentável (+14,9%) em comparação à 2009. O pacote fez parte de um conjunto de políticas contracíclicas que era discutido desde 2008.

2010

A interpretação otimista quanto à recuperação internacional do final de 2009 prevaleceu sobre as perspectivas do Banxico em maior parte dos comunicados de 2010. A consideração dos efeitos das políticas não convencionais dos países industrializados aparece ao final do primeiro trimestre. “Nas economias avançadas, a melhoria tem sido moderada e se baseia, em grande parte, nos extraordinários apoios fiscais e monetários e [também] no aumento de suas exportações líquidas” (C.P., 19/03/2010). Para o Banxico, os países em desenvolvimento se beneficiaram de tais políticas devido ao aumento da demanda externa por matérias primas e pela melhoria das “condições locais de crédito”.

O tom otimista sobre a conjuntura internacional se tornou cauteloso a partir de maio. No documento daquele mês, o banco identificou o ineditismo e o potencial recessivo da crise fiscal no continente europeu. “Daqui para frente, as incertezas associadas [à] crise europeia trazem riscos não contemplados anteriormente” (C.P., 21/05/2010). As perspectivas sobre o crescimento global seguiram moderadas e o banco repetiu textualmente o mesmo argumento entre julho e setembro. “A recuperação econômica dos países avançados continua sendo modesta, enquanto que nos emergentes o crescimento se mantém forte, em particular na zona asiática” (C.P., 16/07, 20/08, 24/09/2010).

Em relação à atividade econômica, os comunicados de 2010 também indicam a adoção de uma postura cautelosa, mesmo que a indústria mexicana de transformação tenha se beneficiado diretamente da retomada do consumo em seu principal parceiro comercial. No primeiro semestre do ano, o Banxico atestou que no país “a produção e as exportações têm [exibido] uma tendência vigorosa, fundamentalmente como resultado de um maior dinamismo da atividade econômica nos Estados Unidos” (C.P., 19/02, 16/04, 21/05, 16/07). A partir de agosto, as perspectivas se tornaram menos otimistas, uma vez que o banco passou a considerar os impactos da crise europeia sobre o consumo estadunidense. Mesmo assim, o IGAE encerrou o ano com uma variação positiva de 4,3% em relação a 2009, que também foi impulsionada pelo crescimento interanual de 29,9% nas exportações não petroleiras.

O ingresso de divisas estrangeiras resultou em uma valorização cambial de 7,3% em comparação a 2009, o que contribuiu para a estabilidade dos preços em 2010. A Junta vislumbrou a convergência dos preços aos limites da meta a partir de abril, devido principalmente à “inexistência” de pressões sobre a demanda agregada, resultado de uma atividade econômica “abaixo de seu nível potencial”, além de ajustes salariais “moderados”, que mantiveram as expectativas de médio e longo prazo “relativamente estáveis, ainda que acima da meta [anual] de três por cento” (C.P., 16/04/2010). O INPC encerrou o ano em 4,3%, após uma aceleração atribuída ao aumento dos preços agrícolas e da correção tarifária da energia elétrica no último trimestre.

A análise dos comunicados mensais de 2010 permite afirmar que a política monetária mexicana foi passiva ao longo daquele ano. Na visão do banco, a recuperação da atividade econômica não foi

suficiente para reduzir o hiato de produto e gerar pressões inflacionárias, o que justificou a manutenção da taxa básica de juros em 4,5% ao ano pelo décimo sexto mês consecutivo. Além disso, as interpretações otimistas do final de 2009 se minimizaram a partir do aprofundamento da crise fiscal europeia, a despeito da recuperação econômica dos Estados Unidos e de outros países em desenvolvimento.

Resumo das decisões sobre juros, índices de preços e atividade econômica para 2010

Mês da reunião	Decisão sobre a taxa de juros (p.p)	INPC acumulado em 12 meses (%)	IGAE acumulado em 12 meses (%)
jan-10	0,00	4,37	2,82
fev-10	0,00	4,73	3,18
mar-10	0,00	4,87	5,57
abr-10	0,00	4,20	5,74
mai-10	0,00	3,86	7,68
jun-10	0,00	3,64	5,89
jul-10	0,00	3,59	4,69
ago-10	0,00	3,63	6,00
set-10	0,00	3,65	5,66
out-10	0,00	3,96	4,94
nov-10	0,00	4,25	3,95
dez-10	Não houve	4,33	4,30

Fonte: Banxico e INEGI

2011

O otimismo e a moderação presentes nos comunicados dos dois anos anteriores foram substituídos por uma perspectiva negativa ao longo de 2011. No primeiro semestre, a atenção da Junta dos Governadores se concentrou em duas variáveis que foram tratadas de maneira genérica nos documentos dos 24 meses anteriores. As preocupações com os níveis de atividade econômica se expandiram e, a partir de março, o banco incluiu comentários a respeito da taxa de desemprego, utilização da capacidade instalada e contratação de crédito. “No entanto, a situação nos mercados de trabalho e de crédito, a evolução da capacidade instalada, bem como o reduzido déficit em conta corrente ainda mostram sinais de folga” (C.P., 15/04/2011). Em junho daquele ano, a taxa de desemprego de 5,6% foi a maior registrada desde setembro de 2009 (6,0%). Porém, naquela época, a Junta produziu comentários superficiais sobre o tema em seus comunicados.

No entanto, a deterioração da conjuntura internacional é o tema que ocupou mais espaço nas decisões da Junta em 2011. Já em maio, os comunicados apontam para os efeitos dos “lamentáveis incidentes” nucleares do Japão²³ sobre o desempenho das montadoras automotivas no país (C.P., 27/05/2011). A sustentabilidade da recuperação estadunidense também foi vista com desconfiança pelo Banxico, “uma vez que os estímulos fiscais e monetários sejam retirados” (C.P., 08/07/2011). Em agosto, o comunicado se detém longamente sobre o agravamento da crise fiscal da União Europeia e seus impactos sobre a economia dos Estados Unidos e conclui que “[a]s perspectivas de crescimento foram revistas para baixo, principalmente em resposta à desaceleração na economia dos EUA” (C.P., 26/08/2011).

Os riscos de contágio internacional sobre o comportamento dos preços foram interpretados de maneira diferente em comparação aos seus efeitos sobre a atividade econômica. A desaceleração dos países industrializados amenizou a demanda por grãos e matérias primas, o que contribuiu para ancorar as expectativas de inflação, mesmo diante das pressões sobre “os preços domésticos [que] serão afetados pelos efeitos da geada recente em Sinaloa e outros estados da República” (C.P., 11/03/2011). Por outro lado, o Banxico compreendia que a “turbulência” nos mercados financeiros internacionais poderia “provocar realocações de carteiras e fluxos de capitais que pressionarão o tipo de câmbio” (C.P., 15/04/2011). A preocupação da Junta se confirmaria em outubro, quando se verificou uma desvalorização generalizada entre as moedas dos países emergentes devido à reorganização global dos fluxos de capital estrangeiro (C.P., 14/10/2011). Nos últimos três meses de 2011, o Peso mexicano registrou desvalorizações médias de 7,2%, 10,4% e 13,1%, respectivamente, em comparação aos mesmos períodos de 2010.

A avaliação dos comunicados de 2011 permite afirmar que as decisões de política monetária mexicana foram sensíveis às possíveis flutuações da atividade econômica, mesmo com a origem dos riscos identificada no desequilíbrio da economia global. Ao mesmo tempo, o Banxico manteve seu compromisso constitucional com a estabilidade de preços, que, de certo modo, se favoreceu do nível de desemprego e do menor crescimento em seu principal parceiro comercial. Por isso, assim como em 2010, o banco não realizou nenhuma alteração na taxa básica de juros, mesmo ante a evolução da taxa de câmbio no final do ano.

²³ Em março de 2011, três dos seis reatores da Central Nuclear de Fukushima I, localizada ao nordeste do Japão, entraram em colapso após um maremoto de magnitude 9,0 na Escala Richter. Existem ao menos seis montadoras japonesas em operação no México.

Resumo das decisões sobre juros, índices de preços e atividade econômica para 2011

Mês da reunião	Decisão sobre a taxa de juros (p.p)	INPC acumulado em 12 meses (%)	IGAE acumulado em 12 meses (%)
jan-11	0,00	3,73	5,12
fev-11	Não houve	3,53	4,27
mar-11	0,00	3,01	3,67
abr-11	0,00	3,32	3,61
mai-11	0,00	3,21	3,47
jun-11	Não houve	3,24	3,55
jul-11	0,00	3,50	4,04
ago-11	0,00	3,38	3,78
set-11	Não houve	3,10	4,31
out-11	0,00	3,16	4,56
nov-11	Não houve	3,44	4,09
dez-11	0,00	3,77	4,27

Fonte: Banxico e INEGI

2012

As decisões ao longo de 2012 refletiram uma maior preocupação do banco central com a evolução dos preços, que iniciaram o ano próximos do limite superior da meta de inflação. A conjunção de fatores externos, como as incertezas sobre a recuperação econômica do bloco europeu, e fatores domésticos, como a continuidade dos efeitos da estiagem sobre os preços dos alimentos; se alternaram como as causas da pressão altista sobre o núcleo da inflação no primeiro semestre. Por outro lado, a Junta considerou sequencialmente que, “entre os fatores que contribuíram ao desempenho favorável da inflação”, estavam a “tendência decrescente dos custos unitários de mão-de-obra”, devido ao nível de desemprego mais elevado, e também “os níveis de competitividade de alguns setores”, especialmente a exportação manufatureira (C.P., 27/04; 08/06 e 12/07).

As pressões inflacionárias se aprofundaram e o índice acumulado de preços esteve acima do limite superior da meta entre os meses de junho e novembro. Embora o crescimento da atividade econômica diminuiu o hiato de produto, a Junta se concentrou na análise da degradação do cenário internacional e também nos efeitos de um choque negativo de oferta sobre o preço dos alimentos, como principal motor da inflação no período. No primeiro caso, as incertezas do mercado financeiro internacional afetaram os investimentos em carteira, que contribuíram para uma

desvalorização de 10% entre janeiro e maio. No âmbito doméstico, os efeitos de um surto de gripe aviária foi uma das causas da inflação acumulada de 4,68% em setembro.

Naquele mesmo mês, o Fed anunciaria que para “apoiar uma recuperação econômica mais forte”, além de assegurar que a inflação “esteja à uma taxa mais consistente com seu duplo mandato”, decidiu por “aumentar a acomodação da política [monetária] por meio da compra de títulos lastreados em hipotecas a um ritmo de US\$ 40 bilhões por mês”²⁴. Alguns dias antes, a Junta do Banxico antecipou a dimensão de tal iniciativa, ao afirmar que “é provável que em algumas [das economias avançadas] se adotem posturas monetárias ainda mais acomodáticas nos meses seguintes, o que as levaria à uma lassitude sem precedentes” (C.P., 07/09/2012).

O alívio quantitativo foi bem recebido pela política monetária mexicana, uma vez que amenizou os efeitos da alta dos alimentos por meio da apreciação do câmbio. “[...] após o anúncio de uma maior flexibilização monetária nos Estados Unidos (QE3), o peso se apreciou, ajudando a mitigar pressões sobre os preços” (C.P., 26/10/2012). Além disso, a aplicação de políticas de estímulo indicava uma contração do mercado consumidor estadunidense nos trimestres anteriores, o que reduziu o ritmo de crescimento da atividade econômica do México ao final daquele ano. “Em suma, derivado da evolução do ambiente externo, [...] considera-se que os riscos negativos para o crescimento da economia mexicana no curto prazo aumentaram marginalmente” (C.P., 30/11/2012).

Os comunicados de 2012 demonstraram que as decisões da política monetária mexicana se concentraram na evolução dos preços, a despeito de sua passividade quanto a administração da taxa de juros. O Banxico interpretou corretamente a transitoriedade dos choques domésticos de oferta, enquanto que o setor externo colaborou com a ancoragem das expectativas por meio da apreciação cambial do último trimestre. As preocupações quanto a atividade econômica foram secundárias e justificaram as expectativas de convergência inflacionária para valores mais próximos da meta ao final do ano.

²⁴ Comunicado à Imprensa do Fed de 13 de setembro de 2012. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120913a.htm>

Resumo das decisões sobre juros, índices de preços e atividade econômica para 2012

Mês da reunião	Decisão sobre a taxa de juros (p.p)	INPC acumulado em 12 meses (%)	IGAE acumulado em 12 meses (%)
jan-12	0,00	3,99	4,15
fev-12	Não houve	3,81	4,73
mar-12	0,00	3,68	4,20
abr-12	0,00	3,37	4,73
mai-12	Não houve	3,80	3,90
jun-12	0,00	4,26	4,93
jul-12	0,00	4,34	3,84
ago-12	Não houve	4,49	3,44
set-12	0,00	4,68	3,08
out-12	0,00	4,51	2,48
nov-12	0,00	4,11	4,54
dez-12	Não houve	3,52	3,12

Fonte: Banxico e INEGI

2013

Logo em janeiro, a Junta demonstrou sua intenção de recorrer ao afrouxamento monetária durante o ano de 2013. “Além disso, para se consolidar o ambiente descrito, pode ser aconselhável reduzir o objetivo da Taxa de Juros Interbancária de um dia para facilitar o ajustamento da economia a uma situação de crescimento econômico mais lento e uma inflação mais baixa” (C.P., 18/01/2013). O cenário descrito pelo banco se referia ao movimento de baixa dos preços registrado aos finais de 2012, bem como os efeitos sobre a economia mexicana de um menor dinamismo dos mercados internacionais. No entanto, ao anunciar uma redução de 0,5 ponto na taxa de juros em março, a Junta salientou que a medida “não representa o início de um ciclo de baixas”, mas que “suporta uma expansão de gastos na economia em linha com o crescimento potencial e convergência da inflação para a meta permanente de 3%” (C.P., 08/03/2013).

Embora a Junta tenha justificado a redução de juros pelo comportamento benigno dos preços, a conjuntura internacional também foi considerada uma fonte importante de incertezas, não apenas para a trajetória da inflação, mas também para o desempenho da atividade econômica. Entre abril e junho, os comunicados anotaram repetidamente preocupações quanto ao limite da dívida pública dos Estados Unidos e seus efeitos sobre a continuidade do programa de alívio quantitativo do Fed. Além disso, a expectativa quanto aos sinais da recuperação econômica estadunidense “trouxe

incertezas sobre quando o Fed começará a reduzir o ritmo de compra de ativos, o que se refletiu em um aumento considerável nas taxas de juro de longo prazo e aumento das turbulências do mercado financeira internacional, particularmente em economias emergentes” (C.P., 07/06/2013). No comunicado do mês seguinte, a Junta volta a sublinhar que “diante das expectativas de mudanças na política monetária dos Estados Unidos, o peso se depreciou e as taxas de juros, em particular as de longo prazo, aumentaram consideravelmente” (C.P., 12/07/2013).

O comunicado de setembro trouxe o anúncio de uma redução de 0,25 pontos na taxa de referência, pois o “Banco do México antecipa que o maior grau de folga da economia prevaleça por um período prolongado, junto com a expectativa de avanços significativos no fortalecimento estrutural das finanças públicas”. A Junta se referia a uma reforma fiscal²⁵ em tramitação no Congresso, que “poderia contribuir para uma inflação menor” no médio prazo (C.P., 06/09/2013). A reforma teve por objetivo estimular diretamente a atividade econômica, uma vez que incluiu a extinção do imposto sobre valor agregado para transmissão de bens imóveis e do imposto único sobre o faturamento das empresas, além de outorgar algumas isenções sobre a atividade mineradora. Por outro lado, o pacote também incluiu uma taxa sobre os ganhos de capital auferidos no mercado acionário, que sinalizou um desestímulo à poupança, apesar da pequena dimensão da bolsa de valores mexicana. A coincidência entre a aprovação parlamentar das medidas em outubro, que valeria apenas a partir do exercício fiscal de 2014, e a redução dos juros em setembro, são indícios de uma eventual coordenação entre as políticas do Banxico e do fisco mexicano.

A hipótese de coordenação parece ganhar força pelo anúncio da redução sequencial de 0,25 pontos em outubro, o que não ocorria desde 2009. Em sua justificativa, a Junta se demonstrou confortável com a fragilidade da demanda interna e confiante nos efeitos da nova política fiscal sobre o comportamento dos preços. “No contexto descrito, prevê-se que não há pressões inflacionistas do lado da demanda em 2013 e 2014 e que o efeito sobre a inflação das alterações nos impostos, se houver, é moderada e transitória”. Ao final do comunicado, a Junta conclui que, a partir da “política fiscal planejada, o Conselho entende que a política monetária é consistente com a convergência eficiente da inflação para a meta de três por cento” (C.P., 25/10/2013).

A análise dos comunicados de 2013 permite afirmar que as decisões de política monetária mexicana foram influenciadas por outras variáveis que não apenas a trajetória dos preços, mas principalmente pelos efeitos esperados da reforma fiscal aprovada pelo Congresso no segundo semestre daquele ano. A ocorrência de três reduções de juros ao longo do período, o que não acontecia desde 2009, também indica que a Junta de Governadores foi sensível à evolução da atividade doméstica, que registrou um crescimento de apenas 1,24% ao final do ano. Além disso, vale ressaltar o aumento

²⁵ Ver informações da Secretaria de Administração Tributária (SAT) sobre a Reforma Fiscal 2014. Disponível em: http://www.sat.gob.mx/fichas_tematicas/reforma_fiscal/Paginas/reforma_fiscal_2014.aspx

da complexidade dos argumentos contidos nos comunicados, que se tornaram mais extensos em suas análises sobre a evolução dos preços.

Resumo das decisões sobre juros, índices de preços e atividade econômica para 2013

Mês da reunião	Decisão sobre a taxa de juros (p.p)	INPC acumulado em 12 meses (%)	IGAE acumulado em 12 meses (%)
jan-13	0,00	3,21	2,44
fev-13	Não houve	3,50	2,06
mar-13	-0,50	4,18	2,16
abr-13	0,00	4,56	0,75
mai-13	Não houve	4,54	1,68
jun-13	0,00	4,02	0,54
jul-13	0,00	3,42	1,28
ago-13	Não houve	3,41	1,76
set-13	-0,25	3,34	1,16
out-13	-0,25	3,31	1,62
nov-13	Não houve	3,57	0,34
dez-13	0,00	3,91	1,24

Fonte: Banxico e INEGI

2014

O ano de 2014 começou com pressões inflacionárias resultantes do início da vigência do pacote fiscal aprovado em 2013. No entanto, a Junta considerou que os efeitos altistas “ (I) se concentraram naqueles bens e serviços afetados pelas referidas medidas, (II) estão em linha com o previsto pelo [banco] e (III) não provocaram efeitos de segunda ordem na formação de preços” (C.P., 31/01/2014). A justificativa se repetiu nos comunicados das duas reuniões seguintes (março e abril), enquanto o INPC convergiu para o centro da meta entre abril e maio.

Nesse mesmo período, além das observações a respeito do comportamento da economia dos Estados Unidos, a Junta comentou pela primeira vez os impactos da mudança de paradigma econômico na China. “As expectativas de crescimento nas economias emergentes diminuíram, refletindo sobretudo uma demanda interna mais fraca e a desaceleração relativa na China” (C.P., 21/03/2014). Trata-se de uma mudança em relação aos comunicados anteriores, em que,

geralmente, os países asiáticos eram tomados em bloco, com perspectivas individuais anotadas apenas para o Japão.

Entre janeiro e abril, o tom otimista quanto a recuperação dos Estados Unidos e seus efeitos sobre a exportação manufatureira prevaleceu sobre as perspectivas para a atividade econômica do México. “Em particular, as exportações aumentaram e as despesas públicas apresentaram um maior dinamismo. Além disso, se observa uma melhoria incipiente em alguns indicadores de consumo e investimento privado” (C.P., 25/04/2014). Porém, em junho, as expectativas se reverteram significativamente. O crescimento das exportações não foi suficiente para compensar “o fraco desempenho dos componentes do gasto interno”, que inspiraram uma “preocupação particular com os dados do IGAE de março que, corrigidos por fatores sazonais, apresentaram uma variação mensal negativa”. A Junta considerou que “tudo isso sugere que, em 2014, o crescimento será menor do que o esperado há apenas algumas semanas atrás” (C.P., 06/06/2014).

A redução de 0,5 pontos em junho veio acompanhada de um aviso acerca da continuidade do afrouxamento monetário no país. A Junta pareceu confiante no gradualismo da retirada dos incentivos monetários do Fed e, assim, “o Conselho [considerou] que não seria recomendável reduções adicionais no objetivo da taxa em um futuro previsível” (C.P., 06/06/2014). Além das perspectivas mais favoráveis no setor externo, o banco se valeu das expectativas quanto à uma série de reformas estruturais anunciadas pelo governo federal. O conjunto de medidas foi negociado no âmbito do “Pacto por México”, um acordo entre representantes dos três maiores partidos do país (PAN, PRI e PRD) firmado em 2012, com o objetivo de “definir uma agenda de reformas estruturais para melhorar a produtividade, a competitividade e flexibilidade da economia mexicana”.²⁶

A Junta se absteve de comentários mais qualificados sobre o desempenho da atividade econômica após a redução de junho. Em contrapartida, os comunicados passam a conter análises mais extensas acerca da trajetória dos preços, uma vez que o INPC esteve acima do limite superior da meta em todos os meses restantes de 2014. A inevitabilidade do descumprimento da meta fez com que o banco justificasse a convergência dos preços para a meta em 2015, diante da “atenuação das alterações nos impostos que entraram em vigor no início deste ano”, além de uma “taxa inferior de variação anual do preço da gasolina” e “a evolução da atividade econômica menos dinâmica do que a prevista”. No entanto, o comunicado trouxe também o reconhecimento da “possibilidade de uma maior desvalorização cambial”, “aumento do salário mínimo superior à inflação” e os

²⁶ As reformas estruturais contemplaram 11 áreas de interesse: assistência social, código penal, defesa da concorrência, educacional, eleitoral, energético, fazendário, financeiro, telecomunicações, trabalhista e transparência pública. O objetivo do programa era elevar a produtividade, fortalecer e ampliar os direitos, além de afirmar o regime democrático liberal do México (MUJICA, 2015). O secretário geral da OCDE, Angel Gurría, elogiou longamente as transformações no país. “E a determinação às mudanças no México nos últimos meses tem sido impressionante” (OCDE, 2014).

impactos dos “recentes acontecimentos sociais no país”²⁷ como fatores de pressão sobre os preços no médio prazo (C.P., 31/10/2014).

O conteúdo dos comunicados de 2014 permite afirmar que a política monetária mexicana foi conservadora a partir da segunda metade do ano. A decisão de reduzir os juros foi declaradamente influenciada pela frágil evolução dos indicadores de atividade econômica. Após tal decisão, a Junta voltou sua atenção ao comportamento dos preços, que permaneceram acima do limite superior da meta de inflação ao longo do segundo semestre. Porém, os comunicados daquele ano trouxeram uma preocupação incomum com a estabilidade dos mercados financeiros domésticos e internacionais, especialmente quanto aos níveis de sua liquidez (C.P., 11/07, 31/10 e 05/12/2014). As anotações nesse sentido sugerem que, teoricamente, o banco central extrapolou as atribuições restritas do mandato constitucional de sua autonomia.

Resumo das decisões sobre juros, índices de preços e atividade econômica para 2014

Mês da reunião	Decisão sobre a taxa de juros (p.p)	INPC acumulado em 12 meses (%)	IGAE acumulado em 12 meses (%)
jan-14	0,00	4,40	1,28
fev-14	Não houve	4,16	1,71
mar-14	0,00	3,70	1,23
abr-14	0,00	3,45	2,73
mai-14	Não houve	3,46	2,23
jun-14	-0,50	3,70	2,60
jul-14	0,00	4,01	2,42
ago-14	Não houve	4,08	1,87
set-14	0,00	4,15	2,13
out-14	0,00	4,22	2,51
nov-14	Não houve	4,10	2,43
dez-14	0,00	4,01	2,23

Fonte: Banxico e INEGI

²⁷ Em 26 de setembro de 2014, o desaparecimento de 43 estudantes no município de Iguala, estado de Guerrero, motivou uma série de protestos que resultou na renúncia da reitora do Instituto Politécnico Nacional (IPN), Yoloxóchitl Bustamante Díaz. O desaparecimento dos alunos é um crime atribuído à polícia local.