

"A FEA e a USP respeitam os direitos autorais deste trabalho. Nós acreditamos que a melhor proteção contra o uso ilegítimo deste texto é a publicação online. Além de preservar o conteúdo motiva-nos oferecer à sociedade o conhecimento produzido no âmbito da universidade pública e dar publicidade ao esforço do pesquisador. Entretanto, caso não seja do interesse do autor manter o documento online, pedimos compreensão em relação à iniciativa e o contato pelo e-mail bibfea@usp.br para que possamos tomar as providências cabíveis (remoção da tese ou dissertação da BDTD)."

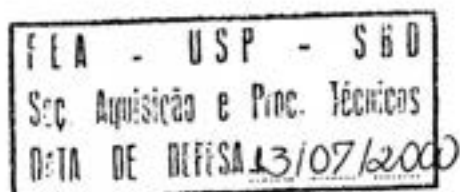
UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

**REGIME DE POLÍTICA ECONÔMICA E A VULNERABILIDADE
A ATAQUES EXPECULATIVOS: OS CASOS DE BRASIL,
ARGENTINA E CHILE**

Zeina Abdel Latif

Tese apresentada ao
Departamento de Economia da
Faculdade de Economia,
Administração e Contabilidade da
Universidade de São Paulo para
obtenção do título de Doutor em
Economia

Orientador: Prof. Dr. Affonso Celso Pastore



São Paulo

2000

FICHA CATALOGRÁFICA

Latif, Zeina Abdel

Regime de política econômica e a vulnerabilidade a
ataques especulativos: os casos de Brasil, Argentina e
Chile / Zeina Abdel Latif. __ São Paulo : FEA/USP, 2000.
p. 213

Tese - Doutorado
Bibliografia.

1. Política monetária 2. Economia Internacional
I. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade
da USP

CDD – 332.46

AGRADECIMENTOS

Agradeço ao Prof. Affonso Celso Pastore por todos estes anos de orientação, desde o meu mestrado, que influenciaram minha formação acadêmica e também pela confiança depositada em meu trabalho.

Eu não tenho palavras para agradecer de forma justa ao Prof. Carlos Roberto Azzoni. Seu apoio, confiança e atenção para comigo foram ímpares. Jamais esquecerei seu empenho.

Agradeço aos membros da banca de qualificação, cujas contribuições foram tão valiosas. Ao Prof. José Roberto Mendonça de Barros agradeço ainda sua atenção e generosidade, ao Prof. Fernando Blumenschein seu incrível empenho e a Prof.^a Fabiana Fontes Rocha pelo seu apoio e compreensão.

Aos Profs. Raul Cristóvão, Simão Davi Silber, Juarez Rizzieri e Antonio Evaldo Comune agradeço por todo apoio e amizade. Agradeço ainda aos Profs. Comune e Simão, da diretoria da FIPE, pelo financiamento da minha participação no curso do Banco Mundial-FIPE, que muito contribuiu para o término da tese.

Tenho o privilégio de ter amigos e colegas muito especiais. Agradeço a Marcos, Tuca, Gisele, Fabiano, Elsom, Tatiane, Regina Cati, Sandra (FIPE), Dolores, Alexandre Bassoli, Fábio Akira, Verônica, Paulo Furquim, Daniela Baumohl, Rachel, Rodrigo, Raul e Mirian pelo carinho durante minha jornada e pelas contribuições ao meu trabalho.

Agradeço a Fernanda, da equipe do Prof. Pastore, Sandra Manuelito, da Cepal, e Conrado, do Unibanco pela gentileza e pelo empenho em obter dados para a tese.

Pude contar nestes anos todos com a competência e gentileza de vários profissionais. A Valéria, da CPG, Bete, da secretaria de pós graduação, Elvira, da equipe do Prof. Pastore, Milena, da FIPE, e novamente, Sandra, da FIPE, meu especial agradecimento.

Agradeço muitíssimo a meus pais, Ibrahim e Arminda, por todo amor, confiança, compreensão e as palavras de conforto nos momentos mais difíceis.

Agradeço aos meus irmãos, Antônio, Miriam e Jamile, aos sobrinhos Samia, Jamile, Ibrahim, Fátima, Yasmin, Phil, Vanessa e Mônica, e aos cunhados e concunhados,

Nawal, Abd, Lê, Milton, Esther e Peter. Todos eles tornaram minha jornada mais feliz.

Agradeço aos meus sogros, Hai e Chen, pelo imenso carinho, generosidade e apoio.

Ao meu marido, Peter, meu especial agradecimento pelo seu amor, paciência e compreensão. Sua serenidade e sabedoria me encantam e me dão forças para vencer desafios.

Finalmente, agradeço ao CNPq pelo suporte financeiro. Estando numa Faculdade de Economia, é importante reconhecer a importância desse financiamento num país com tantas mazelas sociais.

**Ao meu marido Peter
e aos meus pais Ibrahim e Arminda**

RESUMO

Os regimes de política econômica do Chile, Argentina e Brasil contribuem para explicar os diferentes impactos das crises mexicana em dezembro de 1994, asiática em outubro de 1997 e russa em agosto de 1998 nos países. A definição de regime de política econômica envolve a definição dos regimes cambial, monetário e fiscal e a consistência entre eles. Havendo consistência interna, o regime é estável e, portanto, menos vulnerável a ataques especulativos e pressões cambiais.

A Argentina tem um regime muito rígido, impondo a perda dos instrumentos de política econômica. Inconsistências na política econômica causaram o grande impacto da crise mexicana no país, que amargou uma queda de 2,9% no PIB em 1995. Mas graças ao superávit comercial com o seu principal parceiro, o Brasil, o país conseguiu sair ileso das crises posteriores, apesar de manter um regime relativamente instável.

O Chile tinha um regime mais flexível, demandando menor disciplina da política econômica, e também estável, mas não conseguiu evitar o impacto da crise asiática, em função da pauta de exportações muito concentrada no cobre, cujo preço caiu significativamente nos últimos anos.

Já o Brasil tinha um regime numa posição intermediária em termos de grau de flexibilidade, mas era nitidamente instável. Na crise mexicana, o plano de estabilização era muito recente, poupando o país de um maior impacto. Na crise asiática, o país foi atingido, mas menos do que o Chile, por não haver o canal comercial de contágio como no caso chileno. Mas na crise russa, a deterioração dos fundamentos já era significativa, não havendo dúvidas quanto à instabilidade do regime. O impacto da crise foi expressivo e levou o país a abrir mão de seu regime cambial.

Posteriormente, o Chile optou por deixar o câmbio flutuar, mas sem desencadear uma crise cambial, refletindo a estabilidade de seu regime de política econômica. A grande ameaça de desvalorização é da Argentina diante da dificuldade de manter um regime quando o país depende tanto do desempenho do Brasil, que desvalorizou.

ABSTRACT

The economic policy regimes of Chile, Argentina and Brazil contribute to explain the different impacts of the Mexican crisis in December of 1994, Asian crisis in October of 1997, and Russian crisis in August of 1998 in these countries. The definition of economic policy regime involves the definition of the exchange rate, monetary and fiscal regimes, and the consistency among them. Having internal consistency, the regime is stable and, therefore, less vulnerable to speculative attacks.

Argentina has a very inflexible regime, implying the loss of the economic policy instruments. Inconsistency in the economic policy caused the impact of the Mexican crisis in the country. But due to the trade balance surplus with its main partner, Brazil, the country could avoid the posterior crises, in spite of maintaining a relatively unstable regime.

Chile had a more flexible regime, demanding less discipline of the economic policy, and also a stable regime, but it could not avoid the impact of the Asian crisis, due to exports concentration on copper. The price of this good dropped significantly in the last years, and the trade relation with that region.

Brazil had a regime in an intermediary position in terms of degree of flexibility, but sharply unstable. In the Mexican crisis, the stabilization plan was very recent, saving the country of a larger impact. In the Asian crisis, the country was attacked, but less than Chile. But in the Russian crisis, the fundamentals deterioration was already significant, removing eventual doubts about the regime instability. The crisis impact was significant and drove the country to give up of its exchange rate regime.

Later, Chile opted for leaving the exchange rate to float, but without triggering a currency crisis, reflecting the stability of its regime. The great devaluation menace is from Argentina, due to the difficulty of maintaining a regime when the country depends so much on Brazil's economic performance.

SUMÁRIO

Índice de Tabelas	v
Índice de Gráficos	vii
Introdução	1
Capítulo I: Resenha Bibliográfica	6
1. Crises cambiais	6
1.1 Definições	6
1.2 Modelos de primeira geração	7
1.3 Modelos de segunda geração	9
1.4 Literatura recente	14
1.5 Efeito manada	16
1.6 Contágio	18
1.7 Literatura empírica	19
2. Credibilidade	22
2.1 Definição	22
2.2 Modelos de inconsistência temporal	22
2.3 Credibilidade do governo e credibilidade da política econômica	30
2.4 Literatura empírica	40
3. Consolidação da resenha teórica	41
Capítulo II: Critérios para Caracterização do Regime de Política Econômica	46
1. Definição de regime de política econômica	46
2. Regime cambial	48
3. Planos de estabilização com âncora cambial	51
4. Processo de abertura ao fluxo de capitais internacionais	53
5. Regime monetário	55
6. Regime fiscal	57
Capítulo III: Caracterização dos Regimes de Política Econômica de Chile, Argentina e Brasil	60
1. Apresentação	60
2. Chile	63
2.1 Breve histórico	63
2.2 Regime de política econômica	65

3.	Argentina	74
3.1	Breve histórico	74
3.2	Regime de política econômica	77
4.	Brasil	85
4.1	Breve histórico	85
4.2	Regime de política econômica	88
5.	Breve comparação entre os regimes de política econômica	100
Capítulo IV: Análise Empírica		102
1.	Aspectos metodológicos	102
2.	Contágio das crises mundiais	117
3.	Resultado da análise empírica	122
3.1	Indicadores externos	122
3.2	Indicadores internos	130
3.3	Indicadores de política econômica	136
3.4	Indicadores estruturais	141
3.5	Canais de contágio	148
3.6	Indicadores de credibilidade	151
3.7	Resumo	153
3.8	Principais conclusões da análise dos indicadores	158
Capítulo V: Análise Consolidada		167
1.	Referenciais de análise	163
2.	Chile	169
3.	Argentina	175
4.	Brasil	182
5.	Lições para o Brasil	191
Resumo e Conclusões		197
Referências Bibliográficas		206
Anexo Estatístico		214

ÍNDICE DE TABELAS

INDICADORES EXTERNOS

1. Balanço de transações correntes em relação ao PIB	215
2. Exportações em relação ao PIB	215
3. Volume de exportações	215
4. Importações em relação ao PIB	215
5. Balança comercial em relação ao PIB	215
6. Participação dos bens de capital sobre o total das importações	215
7. Participação dos bens de consumo e veículos sobre o total das importações	216
8. Reservas internacionais em relação às importações	216
9. BTC acumulada em relação às exportações anuais	216
10. Pagamento de juros e rendas líquidas em relação às exportações	216
11. Dívida externa pública em relação ao PIB	216
12. Participação do investimento direto no influxo de capital financeiro	216
13. Influxo líquido de investimento em <i>portfolio</i> e outros investimentos dos bancos em relação ao PIB	217
14. Influxo líquido total de capitais em relação ao PIB	217
15. Influxo líq. total de capitais exceto o investimento direto em relação ao PIB	217

INDICADORES INTERNOS

16. Taxas de inflação anual	218
17. Crédito bancário ao setor privado em relação ao PIB	218
18. Taxa de crescimento real do crédito bancário ao setor privado	218
19. Taxa de crescimento do PIB	218
20. Taxa de desemprego em relação à média de 1985-89	218
21. Déficit público	219
22. Taxa de crescimento da dívida pública sobre o PIB	219
23. Formação bruta de capital em relação ao PIB	219
24. Poupança em relação ao PIB	219

INDICADORES DE POLÍTICA ECONÓMICA	
25. Taxa real de câmbio	220
26. Taxa real de juros	220
27. Reservas internacionais em relação ao M1 (US\$)	220
INDICADORES ESTRUTURAIS E CANAIS DE CONTÁGIO	
28. Exportações mais importações em relação ao PIB	221
29. Participação dos produtos primários no total das exportações	221
30. Gastos com pessoal em relação à arrecadação tributária	221
31. Gastos com investimento em relação à arrecadação tributária	221
32. Participação do crédito bancário ao setor público no total	221
33. Variação dos termos de troca	221
DADOS TRIMESTRAIS	
1A. Balanço de transações correntes em relação ao PIB	222
8A. Reservas internacionais em relação às importações	222
16A. Taxas de inflação	222

ÍNDICE DE GRÁFICOS

1. BTC trimestral (% PIB)	223
2. Taxa real de câmbio	223
3. Taxa real de juros	224
4. Reservas internacionais sobre o M1 (US\$)	224
5. Fluxo trimestral de investimentos em <i>portfolio</i>	225
6. EMBI com ajuste de variância	225
7. BTC <i>versus</i> crescimento do PIB	226
7-A Argentina	226
7-B Brasil	226
7-C Chile	226
8. Influxo de capitais <i>versus</i> crescimento do PIB	227
8-A Argentina	227
8-B Brasil	227
8-C Chile	227
9. Influxo de capitais <i>versus</i> cupom cambial	228
9-A Argentina	228
9-B Brasil	228
9-C Chile	228

INTRODUÇÃO

A década de 1990 testemunhou grandes turbulências internacionais causadas por episódios de crises cambiais. Em 1992, uma onda de ataques especulativos atingiu o Sistema Monetário Europeu (SME) e sua periferia. Antes do final do ano, cinco países, Finlândia, Reino Unido, Itália, Suécia e Noruega, flutuaram seu câmbio. O contágio ficou restrito aos países europeus. Porém, esse não foi o caso dos episódios seguintes, cujos efeitos se espalharam pelo resto do mundo diante de um mercado financeiro bastante integrado e com crescente participação dos países emergentes.

Em 20 de dezembro de 1994 foi deflagrada a crise mexicana. O México sofreu um ataque especulativo e foi obrigado a desvalorizar sua moeda, gerando uma onda de incertezas no mercado mundial, especialmente nos países latino-americanos que também utilizavam a âncora cambial como instrumento de estabilização de preços. O denominado efeito Tequila afetou as bolsas e o influxo de capitais financeiros nos países, ameaçando a desvalorização das moedas locais.

O segundo episódio foi a crise do sudeste asiático, cujo primeiro abalo foi o ataque à Tailândia, em julho de 1997, causando a flutuação de sua moeda, o bath, com depreciação de 20%. No prazo de alguns dias, os especuladores atacaram a Malásia, as Filipinas e a Indonésia. O maior golpe foi o ataque, porém mal sucedido, a Hong Kong, em outubro de 1997, incluindo também a Coreia. Houve uma onda de ajustes cambiais na região, em função da concorrência e das relações comerciais entre os países.

A crise asiática se espalhou para fora da própria região. Houve retração da economia mundial com impacto nos fluxos de capitais financeiros e redução dos preços das *commodities*, prejudicando particularmente os países emergentes, que dependem da exportação de produtos primários.

O terceiro episódio foi a crise na Rússia, em agosto de 1998, abalando ainda mais a já fragilizada economia mundial. A crise russa teve ainda um agravante, que foi a moratória ter afetado os investidores externos. Enquanto na crise mexicana os detentores de títulos (renda fixa) saíram ilesos de suas posições, na Rússia, eles arcaram com um grande prejuízo, gerando uma corrida contra os papéis dos países emergentes.

Um resultado das crises cambiais mundiais foi a mudança de regimes cambiais ao redor do mundo. No início de 1990, 70% dos países utilizavam regimes de controle mais estrito (*peg*) da taxa de câmbio, contra 17% de flutuação administrada e 13% de flutuação livre. No final de 1999, apenas 48% dos países adotavam o *peg*, contra 18% de flutuação administrada e 34% de flutuação livre.

As crises causaram restrições no sistema financeiro internacional. Consequentemente, os financiamentos para os países emergentes sofreram substancial contração. A América Latina, como não poderia deixar de ser, foi muito abalada nesses episódios, ocorrendo ataques especulativos contra as moedas locais e reversão do influxo de capitais.

Os fluxos de capitais internacionais são orientados por fatores domésticos e externos. O papel relativo desses fatores deve condicionar as respostas da política econômica. Se os fatores domésticos tiverem um maior papel para atrair o capital financeiro, uma reversão do fluxo poderá ser afastada pela manutenção de políticas econômicas consistentes e saudáveis. Caso contrário, se as condições externas forem mais importantes, os países devem estar preparados para a possibilidade de reversão da conjuntura internacional e do fluxo de capitais. Aparentemente, ambos os fatores são importantes, havendo, portanto, um componente endógeno e outro exógeno para explicar o encurtamento do influxo de capitais.

Particularmente na América Latina, inconsistências da política econômica e a deterioração dos fundamentos adquirem importância decisiva na explicação da reversão dos capitais. Os capitais entram diante de uma conjuntura internacional favorável, mas contando que os países serão capazes de honrar seus compromissos externos. Diante da redução da liquidez internacional, os investidores internacionais são levados a reduzir o crédito ou a sair de países que têm maior risco associado. O contágio das crises internacionais é, portanto, seletivo, o que significa que a fragilidade nas economias locais explica a ocorrência de ataques especulativos, e não apenas a turbulência externa.

Nesse sentido, a experiência latino-americana difere daquela do SME na crise 1992. A Inglaterra apresentava fundamentos sólidos, mas sofreu o ataque num movimento de manipulação de mercado que a conduziu à desvalorização. As principais razões para o ataque foram a depressão econômica e o aumento do desemprego e, possivelmente, hesitações para ratificar o tratado de Maastricht, que estabelecia não poder o país desvalorizar a moeda até dois anos antes da unificação como condição para participar na União Monetária Européia. São fatores que reduzem o custo-benefício da

desvalorização, levando os especuladores a acreditarem que o país não estaria disposto a defender o regime.

Outro ponto que difere as duas experiências é o papel exercido pelo regime cambial. Em termos gerais, na América Latina o seu papel é, ou foi, a estabilização de preços em economias com problemas inflacionários crônicos, enquanto que na Europa correspondia ao compromisso com a União Européia. O fator credibilidade também tem significativa importância. Grosso modo, a visão do mundo sobre os países latino-americanos não é positiva. Ao contrário, o ataque ao SME não abalou a credibilidade dos países integrantes e de suas instituições.

Apesar das similaridades entre as experiências latino-americanas, há significativas diferenças entre elas em relação ao impacto dos episódios de crise mundial e às reações de política econômica, as quais, por sua vez, condicionam a vulnerabilidade dos países a novos ataques. Exemplos dessas desigualdades são as experiências de Argentina, Brasil e Chile. São países que divergem em relação à estruturação dos regimes de política econômica e, portanto, em relação à própria condução da política econômica.

De forma geral, a principal distinção diz respeito ao regime cambial. Enquanto o Chile apresentava maior flexibilidade na política cambial, a Argentina adota um regime bastante rígido, o *currency board*, com câmbio fixo e convertibilidade ao dólar, estando o Brasil, até a desvalorização de janeiro de 1999, numa posição intermediária em termos de flexibilidade do regime cambial. Esse é o principal motivo da escolha de Argentina e Chile para a comparação com o caso brasileiro. Outro motivo da escolha é que o Chile é considerado um paradigma único na América Latina em termos de reformas implementadas e condução prudente da política econômica, enquanto que a Argentina é o principal parceiro comercial do Brasil.

O objetivo da tese é investigar as diferenças da vulnerabilidade a ataques especulativos das economias argentina, brasileira e chilena, tomando como referencial a caracterização de seus regimes de política econômica. Por regime de política econômica, entende-se os procedimentos e fatores que regulam a condução da política econômica de um país. Os pontos de destaque são os diferentes graus de flexibilidade cambial, de abertura da economia, de qualidade do regime fiscal e de estabilidade do regime monetário, fatores estes que definem o regime de política econômica de um país. O regime de política econômica influi diretamente nas decisões de política econômica e, portanto, explica a vulnerabilidade a ataques, condicionando também as respostas de

cada país, o que pode aumentar a fragilidade da própria economia. Por outro lado, diferentes regimes exigem diferentes desempenhos da economia para afastar ataques especulativos.

Com o intuito de comparar o desempenho dos países, individualmente, durante um único regime de política econômica, o período de análise não é uniforme para os países, sendo 1991-98 para o Chile, com o retorno dos influxos de capitais externos ao país e adoção dos controles de capitais, 1991-98 para a Argentina, pois o Plano Cavallo data do início de 1991, e 1994-98 para o Brasil, considerando o período do Plano Real.

Entender as diferenças entre esses países permite uma melhor compreensão da fragilidade do Plano Real, além de permitir estabelecer recomendações de política econômica para o Brasil, com a vantagem de se obter uma análise num contexto latino-americano.

O propósito desta tese pode ser desmembrado em duas questões principais. Primeiro, verificar analiticamente se o desempenho da economia e as escolhas de política econômica dos países em questão explicam os diferentes impactos, em cada um deles, do contágio das crises mexicana, asiática e russa. Segundo, comparar o desempenho geral dessas economias ao longo do tempo em termos do equilíbrio interno e externo, à luz dos diferentes regimes monetários adotados. Como complemento à análise, avalia-se também a credibilidade dos agentes na política econômica com base em indicadores disponíveis relativos ao mercado financeiro. Ademais, procura-se verificar se esses indicadores refletem efetivamente a fragilidade econômica dos países.

No primeiro capítulo, apresenta-se inicialmente a resenha bibliográfica sobre crises cambiais, com o objetivo de destacar os pontos relevantes para a comparação dos países. Em seguida, aborda-se as teorias sobre credibilidade do governo e da política econômica, complementando a exposição anterior. No terceiro item desse capítulo, faz-se uma consolidação da resenha teórica.

O segundo capítulo contém a definição utilizada de regime de política econômica utilizada, assim como a apresentação de critérios para a sua caracterização, de acordo com referenciais teóricos discutidos na literatura.

No terceiro capítulo, empreende-se a caracterização propriamente dita do regime de política econômica dos países. Inicialmente analisa-se, de forma breve, os antecedentes da economia dos países, apenas com o intuito de verificar o contexto em que os regime

foram introduzidos. Logo a seguir, qualifica-se o regime de política econômica, a partir da identificação dos regimes cambial, fiscal e monetário, buscando observar se há consistência entre eles, o que proporcionaria a consistência interna do próprio regime de política econômica e, nesse caso, sua sustentabilidade e menor vulnerabilidade a ataques especulativos. No último item do capítulo, os regimes dos países são comparados sucintamente.

O quarto capítulo refere-se à análise empírica. Após a apresentação da metodologia de análise, são confirmados os diferentes impactos dos episódios de crise mundial nos países, por meio de um índice de pressão no mercado cambial. Em seguida, enfoca-se o desempenho dos países a partir de um conjunto amplo de indicadores, cuja inclusão é justificada pelos modelos de crise cambial e pela literatura empírica. Por último, uma comparação dos países é conduzida, com base nos indicadores elencados.

Não são aplicados testes econométricos formais na parte empírica. A justificativa é que, uma vez que ataques especulativos e crises cambiais estão mais relacionados a um conjunto de fatores inter-relacionados do que a algumas variáveis específicas isoladas, optou-se por uma abordagem mais ampla dessa questão, no caso associando o comportamento dos fundamentos ao regime de política econômica dos países.

No quinto capítulo, consolida-se a análise teórica e empírica, com lições para o caso brasileiro.

Por fim, o sexto e último capítulo corresponde ao resumo e às conclusões.

1. Crises cambiais

1.1 *Definições*

Entende-se por ataque especulativo o movimento repentino e volumoso de compra de moeda estrangeira, em contrapartida à saída de posições em moeda e em ativos domésticos, como uma resposta à expectativa de desvalorização cambial futura num regime de câmbio fixo ou em seus variantes. Já a crise cambial é caracterizada pelo colapso de fato da paridade cambial, com desvalorização da taxa de câmbio.

Um ataque especulativo pode acarretar uma crise cambial e, neste caso, é considerado bem sucedido. Mas não necessariamente isso ocorre. O governo pode optar por defender o regime por meio da elevação das taxas de juros e perda de reservas internacionais, evitando a desvalorização cambial. Portanto, crise cambial e ataque especulativo não são rigorosamente sinônimos, apesar da relação estreita entre eles.

Apesar de freqüentes, essas definições não são utilizadas unanimemente na literatura. Alguns autores, como Velasco (1997), Kaminsky e Reinhart (1996 e 1998) e Eichengreen, Rose e Wyplosz (1995) utilizam apenas o conceito de crise cambial, empregando-o para o caso de ataques especulativos bem ou malsucedidos. Isso é particularmente presente na literatura empírica, pois o foco de análise não é a ocorrência ou não da desvalorização cambial em si, mas a pressão especulativa no mercado de câmbio, medida por elevação dos juros, perda de reservas internacionais e desvalorização cambial. Mas também há trabalhos empíricos em que a distinção é clara, como em Frankel e Rose (1996), os quais apenas consideram as crises cambiais em sua metodologia.

De forma geral, na literatura teórica, a distinção entre ataque especulativo e crise cambial é clara, especificamente nos modelos de segunda geração. Como é analisado a seguir, no caso dos modelos de primeira geração, ambos os fenômenos ocorrem simultaneamente, uma vez que as crises cambiais são sempre causadas por ataques especulativos e estes sempre causam as crises cambiais. Já nos modelos de segunda

geração, não ocorre essa coincidência, e o termo crise cambial é associado ao equilíbrio em que o regime de câmbio fixo não é defendido.

1.2 Modelos de primeira geração

Os modelos de primeira geração associam diretamente as crises cambiais à ocorrência de ataques especulativos. O primeiro e principal representante é Krugman (1979). Sua mais importante contribuição foi mostrar que os ataques especulativos são uma decorrência da racionalidade dos agentes econômicos ante a inconsistências da política econômica doméstica, e não frutos de choques ou de comportamento irracional do mercado.

A inconsistência da política econômica advém do conflito entre a disciplina imposta pelo câmbio fixo e outros objetivos de política econômica. Esses objetivos podem estar relacionados, por exemplo, ao financiamento de déficit público, como em Krugman (1979), à expansão do crédito doméstico, como em Flood e Garber (1984), ao socorro ao sistema bancário, como em Velasco (1987), ou ainda à manutenção de determinada trajetória de crescimento da base monetária, como em Flood, Garber e Kramer (1996). Nesse último caso, a perda de reservas é acompanhada de intervenções esterilizadas; se os agentes souberem de antemão da esterilização no momento do ataque, o regime entrará em colapso já no primeiro momento.

A condução de políticas econômicas persistentemente expansionistas causa um excesso de absorção que produz uma crise no balanço de pagamentos, com perda sistemática de reservas internacionais até o abandono do regime cambial.

Desconsiderando a reação dos agentes, no momento da exaustão das reservas, ocorreria um aumento discreto automático dos preços e da taxa de câmbio, que passaria, em seguida, a se desvalorizar conforme a taxa de expansão monetária. O ajuste discreto não seria, entretanto, uma trajetória de equilíbrio, uma vez que abriria a possibilidade de ganhos de arbitragem dos especuladores. Na realidade, os agentes observam a inconsistência da política econômica e a conseqüente perda de reservas, e antecipam a ruptura do regime cambial. Havendo perfeita antevisão, como considerado por Krugman (1979), os agentes saem de suas posições em moeda doméstica no instante imediatamente anterior ao esgotamento de reservas, para se beneficiarem do retorno da desvalorização. Portanto, o regime cambial entra em colapso antes de exauridas as reservas, não ocorrendo saltos da taxa de câmbio. Com o conjunto de especuladores

agindo da mesma forma, a perda de reservas é mais rápida e o colapso do regime ocorre ainda mais antecipadamente. Resulta daí existir um nível crítico de reservas, cujo patamar seria o suficiente para evitar o ajuste discreto do câmbio no momento do ataque. Quando esse nível é atingido, desencadeia-se o ataque especulativo. Em seguida, as reservas rapidamente se esgotam, forçando o abandono do regime de câmbio fixo, para a flutuação da taxa de câmbio. Não se configura, nesse caso, a crise cambial típica, em que há um aumento brusco e significativo do câmbio.

Flood e Garber (1984) introduziram o conceito de taxa de câmbio-sombra, definida como a taxa de câmbio flutuante que se materializaria se o regime de câmbio fixo entrasse em colapso. Quanto maior a criação de crédito na economia, maior essa taxa. Assim foi possível determinar o momento preciso do ataque, uma vez que se trata de um modelo determinista. A data do ataque corresponde ao momento em que a taxa de câmbio-sombra se iguala à taxa de câmbio fixa. Quanto menor o estoque de reservas e maior a expansão do crédito doméstico, mais rapidamente ocorre o ataque.

Modelos deterministas, no entanto, não são realistas. A incerteza é um elemento crucial no ambiente econômico. Considerando o modelo estocástico, com choques na criação de crédito doméstico, a probabilidade de colapso do regime é a probabilidade da taxa de câmbio-sombra ser superior à taxa fixa. Nesse caso, não é possível determinar exatamente a data do ataque.

Outro resultado do modelo estocástico discutido pelos autores é que as taxas de juros elevam-se antes do ataque, para compensar a expectativa de desvalorização cambial (*peso problem*), ao contrário do modelo determinista, em que a taxa de juros mantém-se constante. Introduzindo ainda rigidez nominal de preços no modelo, como em Willman (1988), ocorre a queda do nível do produto anteriormente à crise cambial.

Num modelo de dois setores, como de Calvo (1987), conclui-se que o ataque é precedido por uma apreciação da taxa real de câmbio. O motivo reside no aquecimento econômico causado pelas políticas expansionistas, gerando o aumento do consumo e a elevação de preços dos bens *non-tradable*. Como o preços dos bens *tradable* ficam inalterados, sendo a pressão de demanda ajustada pelo déficit comercial, ocorre a apreciação cambial real.

Há outras extensões aos modelos. É possível considerar que ataques especulativos não ocorrem apenas em regime de câmbio fixo, mas também em seus variantes, no caso, no

regime de bandas cambiais, como em Krugman e Rotemberg (1992), e em *crawling peg*, como em Conolly (1986). No caso das bandas, diante do ataque, o banco central é levado a alterar o intervalo de oscilação da taxa de câmbio. No *crawling peg*, o ataque se dá quando a criação de crédito ultrapassa o ritmo de desvalorizações cambiais, causando perda de reservas.

Os modelos de primeira geração permitiram identificar alguns fundamentos relevantes para explicar a ocorrência de crises cambiais. Mas há críticas. A principal delas é a de que esses modelos não prevêem reações de política econômica. Assume-se que a autoridade monetária mantém-se passiva à perda de reservas e ao ataque. Obviamente há custos relacionados a cada opção de política econômica, sendo a defesa ou não do regime cambial uma questão de escolha da autoridade monetária. Outro problema é que a hipótese de não haver ganhos e perdas no mercado financeiro diante da desvalorização não reflete um importante aspecto das crises cambiais.

Assim, apesar das suas importantes contribuições, os modelos de primeira geração têm desempenho empírico insatisfatório, pois não conseguem explicar importantes aspectos das experiências de crises cambiais no mundo. A crise de 1992 no Sistema Monetário Europeu (SME), que atingiu países que não exatamente sofriam deterioração nos seus fundamentos, levou à busca de modelos alternativos e mais realistas.¹

1.3 Modelos de segunda geração

Os modelos de segunda geração, cujo precursor é Obstfeld (1986 e 1994), consideram que um ataque especulativo não precisa ser causado por deterioração dos fundamentos e não necessariamente leva à crise cambial. O ataque pode fracassar ante a respostas da autoridade monetária com a elevação de taxas de juros.

A decisão da autoridade monetária é fruto de um comportamento de otimização, que se apoia na minimização de sua função-perda, com a avaliação da relação custo-benefício de defender ou não o regime cambial. Isso significa que diante de incentivos suficientes, a autoridade pode ser levada a abrir mão do compromisso com o regime de câmbio fixo, o que caracteriza um modelo de cláusula de escape. O problema do formulador de política econômica é determinar sob quais circunstâncias o custo de manter o regime cambial supera o benefício, devendo o câmbio flutuar.

¹ Ver Obstfeld (1995).

Como a informação é imperfeita, uma vez que os agentes desconhecem a função-perda da autoridade, não é possível prever a data da desvalorização cambial. Nos modelos tradicionais, essa incerteza incentiva o mercado a testar o compromisso da autoridade, via ataques especulativos, dada a suspeita de que o governo não conseguirá respeitar o compromisso feito *ex-ante*. Mesmo os ataques sendo malsucedidos, eles revelam informações sobre a relação custo-benefício com o qual se defronta a autoridade monetária.

Mas, na realidade, uma hipótese mais realista é que os ataques não são fruto de um teste ao compromisso do governo, mas sim fruto da busca de maximização de lucro dos agentes individualmente, uma vez que há custos envolvidos no movimento de ataque. Se não houvesse custos na troca de posições em moeda doméstica para moeda estrangeira, os ataques seriam bastante frequentes. Bastaria que os agentes desconfiassem da não sustentabilidade do regime cambial para que o ataque fosse deflagrado. Há custos de transação e custos indiretos² que podem impedi-lo, como apontado por Obstfeld (1996), Morris e Shin (1998) e Drazen (1999a). O retorno (*payoff*) de um ataque bem-sucedido seria a taxa de desvalorização do câmbio menos o custo do ataque. Mas se o governo defender o regime, o agente não terá ganho de capital e terá prejuízo correspondente a esse custo. O especulador só ataca quando há expectativa de retorno positivo, o que depende inversamente de sua avaliação quanto à capacidade ou interesse da autoridade de defender o regime. A análise sugere que menores custos de transação para os agentes diante de inovações financeiras e aperfeiçoamento técnico do mercado financeiro contribuem para maior ocorrência de ataques.

A função-perda do banco central pode estar relacionada a uma série de variáveis. Essa flexibilidade dos modelos de cláusula de escape permite estabelecer inúmeras condições sob as quais o regime cambial pode sucumbir, o que é uma importante contribuição.

O custo da desvalorização está associado, principalmente, à inflação mais elevada, à perda de credibilidade da autoridade monetária diante da quebra de um compromisso previamente firmado e a custos políticos, como a perda de eleições e de mandato.

O custo de defender o regime está, basicamente, relacionado às conseqüências da elevação das taxas de juros, como recessão, aumento do desemprego, deterioração

² Os custos indiretos são discutidos com mais detalhe no tópico sobre o efeito manada.

financeira de empresas endividadas e de bancos e elevação dos encargos da dívida pública interna e externa. Algumas variáveis potencializam a elevação dos juros, como a maior expectativa de desvalorização cambial, a elevação das taxas de juros internacionais e a possibilidade de contágio de um outro país que tenha desvalorizado, o que é discutido mais adiante. Todos esses elementos elevam o custo de defender o regime cambial ou o benefício da desvalorização.

A defesa do regime cambial pode envolver a decisão de acumular reservas internacionais via elevação dos juros num contexto de mobilidade imperfeita de capitais. O problema dessa estratégia, além dos custos com juros altos já citados, é o aumento da apreciação cambial real, no caso do aumento da liquidez doméstica significar a elevação do consumo e, portanto, aumento dos preços dos bens *non-tradable*.

Assim, a defesa do regime cambial tende a deteriorar os fundamentos e deixar o país mais vulnerável, sendo uma estratégia que apenas adia um eventual ataque especulativo. A defesa não deve se basear apenas na elevação dos juros, mas também na adoção de medidas estruturais que melhorem os fundamentos, aumentem a competitividade e elevem a taxa real de câmbio de equilíbrio, afastando, assim, novos ataques. Se os fundamentos estão ruins, tornando o país vulnerável a ataques, o governo deve otimamente corrigi-los, caso deseje manter o câmbio fixo.³

Os modelos de cláusula de escape abrem a possibilidade para fenômenos de profecia auto-realizável (*self-fulfilling attack*), levando ao resultado de equilíbrio múltiplo. Segundo esses modelos, um país que não apresenta inconsistência nos seus fundamentos pode, ainda assim, sofrer um ataque especulativo, em função de expectativas de desvalorização cambial incentivadas por qualquer nova informação que os agentes julguem relevante, ainda que não a seja de fato, o que conduz o governo a abandonar o regime. A expectativa de desvalorização reflete a crença dos agentes de que um ataque irá elevar o custo de defesa do regime cambial.

Isso não significa que qualquer moeda está sujeita a ataques especulativos e nem que os ataques não são justificados por fundamentos ruins. Há um intervalo de valores dos fundamentos no qual a economia fica vulnerável a profecias auto-realizáveis. É uma questão empírica definir esse intervalo. Fundamentos claramente inconsistentes

³ Esse argumento é discutido com mais detalhe na resenha sobre credibilidade.

pressionam o país rapidamente à desvalorização, assim como fundamentos sólidos afastam a formação de expectativas de desvalorização. Porém, quando os fundamentos não são bons o suficiente, a economia fica suscetível a profecias auto-realizáveis.

Para esclarecer esse resultado, é apresentado o modelo de Jeanne (1995). Nesse modelo, o governo decide deixar o câmbio flutuar ou não pela minimização da função-perda (L):

$$L = (U_2)^2 + \delta F,$$

que depende do desemprego (U) no período 2 e do custo de desvalorizar (F); δ será 0 ou 1, dependendo da decisão de desvalorizar ou não.⁴

O desemprego é determinado por uma curva de Phillips aumentada:

$$U_2 = \rho U_1 - \alpha(\pi - \pi^e),$$

sendo $(\pi - \pi^e)$ a diferença entre a taxa de inflação e a expectativa inflacionária.

Considerando $\pi^e=0$, o valor da função-perda no caso de não desvalorizar ($d=0$) e de desvalorizar ($d>0$) é dado por:

$$\text{Não desvaloriza: } L = (\rho U_1)^2,$$

$$\text{Desvaloriza: } L = (\rho U_1 - \alpha d)^2 + F.$$

Isso implica que não desvalorizar é o resultado de equilíbrio de expectativas racionais se:

$$U_1 < 1/2\rho(F/\alpha d + \alpha d).$$

Sendo a desvalorização esperada, $\pi^e=d$, o valor da perda é dado por:

$$\text{Não desvaloriza: } L = (\rho U_1 + \alpha d)^2,$$

$$\text{Desvaloriza: } L = (\rho U_1)^2 + F.$$

E abrir mão do regime cambial é ótimo se:

$$U_1 > 1/2\rho(F/\alpha d - \alpha d).$$

Assim, chega-se a três situações:

1. $U_1 < 1/2\rho(F/\alpha d - \alpha d)$: paridade mantida;
2. $1/2\rho(F/\alpha d - \alpha d) < U_1 < 1/2\rho(F/\alpha d + \alpha d)$: região de equilíbrio múltiplo; e
3. $U_1 > 1/2\rho(F/\alpha d + \alpha d)$: desvalorização.

⁴ É comum o custo da desvalorização também ser quadrático e a variável F ser atribuída ao custo político fixo ou perda de reputação da autoridade.

A região 2 ou “zona de ataque” é a de interesse. Diante de algum fato novo, o sistema pode passar de um equilíbrio sem ataque, em que $\pi^e=0$, para um com ataque e crise cambial, quando $\pi^e=d$. O ataque malsucedido não é, estritamente falando, um exemplo de profecia auto-realizável, uma vez que as expectativas dos agentes não são confirmadas.

Kruman (1996) considera que, se houver uma deterioração previsível dos fundamentos, logo que o país entrar na zona de ataque, ocorrerá o colapso do regime. Assim, a mudança de estrutura de modelo, incorporando a cláusula de escape, não seria suficiente para produzir o resultado de equilíbrio múltiplo. Nesse sentido, a lógica das crises cambiais seria a mesma daquela dos modelos de primeira geração. A diferença seria a incerteza dos agentes quanto aos incentivos da autoridade monetária, não sendo possível determinar a data do ataque.

Mas a hipótese de deterioração previsível dos fundamentos não é razoável. Ela negligencia as incertezas com que se defrontam os agentes numa economia sujeita a choques. Um ambiente de incertezas quanto à evolução dos fundamentos abre espaço para que a zona de ataque fique vulnerável a profecias auto-realizáveis.

As expectativas de desvalorização podem ser determinadas exogenamente ou endogenamente. As expectativas exógenas não dependem do comportamento dos fundamentos, mas sim são causadas por manchas solares. As manchas solares são choques extrínsecos que não necessitam ter qualquer relação com os fundamentos da economia. As expectativas endógenas dependem do desempenho esperado dos fundamentos, o que não é perfeitamente conhecido, devido às incertezas na economia.

Há uma relação circular entre as expectativas de desvalorização e a relação custo-benefício de manter o regime cambial. Os incentivos para o governo desvalorizar dependem das expectativas de desvalorização, que, por sua vez, dependem do próprio incentivo percebido para o governo renegar seu compromisso. Essa circularidade, assim como a incerteza inerente ao mercado, implica o resultado de profecia auto-realizável.

Os ataques especulativos decorrem do comportamento coletivo dos especuladores. Nos modelos tradicionais, considera-se a coincidência das crenças dos agentes, não sendo necessária sua coordenação para o ataque. Relaxando essa hipótese, conclui-se que quanto maior o número de investidores saindo de suas posições em moeda doméstica, maior deve ser o nível de reservas para evitar a crise cambial. Assim, sem uma

suficiente coordenação dos agentes, a crise cambial não se configura, como argumentado por Obstfeld (1996). No caso de um especulador de grande porte, o ataque depende menos dessa coordenação, reduzindo a possibilidade de equilíbrio múltiplo, com a economia deslocando-se para o equilíbrio com ataque. No limite, obtém-se o resultado de equilíbrio único, como em Grilli (1986).

Uma importante contribuição dos modelos de segunda geração foi mostrar que o estado da economia afeta o compromisso da autoridade monetária em manter o regime cambial, ao contrário dos modelos de primeira geração, em que o compromisso é fixo. Uma forma de colocar essa questão é considerar que o custo de desvalorizar associado à perda de reputação não é fixo, mas sim depende dos fundamentos. O compromisso da autoridade está relacionado a esse custo e, portanto, também torna-se endógeno. Nesse sentido, existiria o nível ótimo de compromisso, conforme Flood e Marion (1998).

1.4 Literatura recente

Goldfajn e Valdés (1997) consideram a ocorrência simultânea das crises bancária e cambial, contribuindo para explicar a virulência dos ataques especulativos. O argumento é que os intermediários financeiros oferecem ativos com elevada liquidez aos investidores estrangeiros que não desejam manter posições de maior prazo de maturidade, o que aumenta o volume de influxo de capitais. Mas, em contrapartida, quando os investidores querem sair de suas posições, os intermediários, impossibilitados de liquidar seus ativos a baixos custos, defrontam-se com o risco de quebra. Assim, uma corrida aos bancos pode produzir uma crise bancária. Num contexto de câmbio fixo, configura-se uma corrida contra as reservas e, por conseguinte, uma crise cambial. Explica-se, dessa forma, o ciclo de acentuada entrada de capitais antes da crise e a posterior fuga abrupta típico das crises cambiais.

Por outro lado, um ataque especulativo, sem a contrapartida de políticas de esterilização, pode produzir uma crise bancária. A expectativa de desvalorização cambial incentiva a retirada antecipada de recursos do país, reduzindo a liquidez dos intermediários, o que provoca a contração do crédito e, no limite, a crise bancária. Conclui-se, assim, que choques na economia são amplificados na presença de intermediários financeiros.

Mas a intermediação financeira em si não gera uma crise cambial. Pode-se considerar fundamentos bons o suficiente, tal que, mesmo com uma corrida bancária, o regime seja

defendido. Recai-se, portanto, no resultado de equilíbrio múltiplo, sendo interessante levar em conta a situação em que o regime pode ser defendido desde que não haja corridas bancárias.

Morris e Shin (1998) criticam os modelos de equilíbrio múltiplo por recorrerem a elementos exógenos para explicar o deslocamento das expectativas que precipitam o ataque, não explicitando como as crenças são determinadas e as ações dos agentes coordenadas. Esses autores mostram que se todos os agentes tiverem informação perfeita sobre os fundamentos, ocorre o resultado padrão de equilíbrio múltiplo. Entretanto, se os agentes têm incerteza em relação à opinião dos demais sobre o desempenho da economia, há apenas um único valor crítico para os fundamentos.

As principais características do modelo são: primeiro, os especuladores observam os fundamentos com uma margem de erro que depende da transparência das informações. Segundo, os agentes atacam quando a expectativa de ganho é positiva, o que depende dos fundamentos observados e da proporção de especuladores que podem atacar. Terceiro, há uma proporção mínima de especuladores necessária para forçar o governo a abandonar o regime cambial, sendo que quanto piores os fundamentos, menor essa proporção. Quarto, o governo observa a proporção de especuladores que efetivamente atacam e deixa o câmbio flutuar se esta ultrapassar o valor limite, sendo que quanto piores os fundamentos, mais facilmente isso ocorre.

Os agentes têm acesso às mesmas informações, mas as processam e interpretam de forma diferenciada, havendo falhas no conhecimento comum dos fundamentos, o que acarreta incertezas para os agentes, individualmente, sobre as crenças do mercado. Se cada participante do mercado é bem informado e considera os fundamentos sólidos, mas não acredita que os demais compartilham da mesma opinião, um ataque pode, ainda assim, ser desencadeado. Por outro lado, os agentes individualmente podem achar que os fundamentos observados justificam o ataque, mas sua concretização depende de como os outros especuladores interpretam a mesma informação. Com ruídos na informação, não existe o conhecimento comum de que os fundamentos são ou não consistentes com o regime cambial. Em outras palavras, é impossível que todos os agentes saibam como todos os demais observam os fundamentos ou avaliam os novos eventos. Apenas com fundamentos suficientemente ruins é que ocorre um maior grau ou

ordem de conhecimento e, por fim, o ataque.³ Não se configura, portanto, a região de equilíbrio múltiplo.

1.5 *Efeito manada*

A crítica acima de Morris e Shin (1998) remete ao chamado efeito manada. Os modelos de primeira e segunda geração utilizam a hipótese de que o mercado cambial é eficiente, fazendo o melhor uso da informação disponível, e assim falham em explicar o mecanismo de coordenação para o movimento de ataque. Desconsiderar a hipótese de eficiência de mercado abre espaço para o efeito manada. Adicionalmente, é possível incluir a tomada de decisão seqüencial pelos agentes para explicar esse efeito.

O efeito manada não explica o fenômeno de crises cambiais, mas apenas detalha o comportamento individual dos agentes diante de posições de ataque do mercado, contribuindo para explicar a virulência das crises cambiais. Além disso, o efeito manada aumenta a probabilidade de colapso do regime no ataque, uma vez que dispensa a necessidade de coordenação dos agentes.

Há a possibilidade de manipulação do mercado por grandes especuladores que adquirem ativos em moeda doméstica discretamente e, depois, os vendem ostensivamente. O exemplo do ataque do megainvestidor Soros contra libra esterlina em 1992 é único nos anos recentes. São casos raros, pois os demais agentes passam a observar o movimento dos megainvestidores, antecipando a crise, como discutido por Krugman (1998).

Há várias abordagens para o efeito manada. É possível que os especuladores que iniciam o ataque levem os demais a atacar também pelo receio de que os primeiros detenham informação privilegiada. Isso significa que mesmo um especulador com informações positivas sobre os fundamentos pode seguir o movimento de ataque, por atribuir quase nenhum peso à sua informação privada, conforme Banerjee (1992). Na decisão em cascata ou seqüencial, é mais valioso para o investidor observar as tomadas de decisão dos demais investidores do que observar os fundamentos da economia.

Calvo (1998) considera a existência de especialistas que influenciam as decisões dos demais agentes. Quando os agentes bem informados saem de suas posições em países

³ Há uma n -ésima ordem de conhecimento de que o fundamento é maior ou igual ao valor crítico, que significa que todos os agentes sabem que todos sabem... (n vezes) que os fundamentos são bons. Por definição, só haverá o conhecimento comum sobre os fundamentos se e somente se houver uma n -ésima ordem de conhecimento para todo agente n . Mas, em função do erro de observação do fundamento, a n -ésima ordem de conhecimento falha.

emergentes, por exemplo por falta de liquidez, isso acaba sendo interpretado pelos demais agentes como um sinal de maus fundamentos desses países. Isso pode acarretar o colapso no mercado de títulos de países emergentes, o que resulta em acentuada elevação dos juros, perda de reservas e impactos reais adversos. Uma vez atingido o lado real da economia, o que equivale a um choque adverso sobre a produtividade marginal do capital, os países emergentes se tornam opções menos atraentes de investimentos.

Também utilizando decisão seqüencial, Caplin e Leahy (1994) apresentam um modelo em que firmas tomam a decisão de cancelar planos de investimentos diante de decisão anterior de outras, uma vez que há custos envolvidos em tomar uma posição adiantada em relação às demais. Na mesma linha de argumento, Krugman (1998) aponta que, no mercado financeiro, os gerentes de fundos temem atitudes precipitadas que comprometam a rentabilidade relativa de suas carteiras, mesmo acreditando no sucesso do ataque. A perda de competitividade das carteiras representa um custo para o ataque, além do próprio custo de transação. Alternativamente, os gerentes preferem atacar e perder quando todos perdem, mesmo acreditando que os fundamentos estão bons, a perder sozinho em função de uma aposta equivocada de que a crise cambial não ocorreria.

Considerando agentes que tomam decisões simultâneas, ao invés de seqüenciais, Calvo e Mendoza (1997) mostram que o efeito manada é um resultado natural da otimização de uma carteira no mercado global. Quanto maior o mercado, maiores as oportunidades de diversificação e menor o incentivo para investir em informação, uma vez que há custos e o ganho marginal é pequeno. Em contrapartida, os investidores, preocupados com o desempenho relativo de suas carteiras, tornam-se extremamente suscetíveis a notícias, incentivando o pânico e o movimento de manada. O modelo explica corridas maciças contra ativos domésticos dos países como resultado de sutis mudanças nas expectativas de rentabilidade, sem uma justificativa por parte dos fundamentos.

Esse argumento sugere que o movimento é particularmente potencializado nos países emergentes diante do custo elevado para obter informações, com o agravante que muitas vezes são países com informação pobre e obsoleta e com estruturas ainda sofrendo profundas e incertas reformas políticas e econômicas. Esse ponto reforça o argumento de Calvo (1998) de formação de especialistas.

1.6 Contágio

Uma outra possibilidade de vulnerabilidade a crises cambiais se dá no chamado efeito contágio, quando a crise cambial em um país aumenta a probabilidade de crise em outros países. O contágio pode ser o elemento de deslocamento das expectativas de desvalorização no contexto dos modelos de equilíbrio múltiplo, não dependendo da ocorrência de manchas solares.

Não necessariamente o contágio é negativo; pode ser positivo também. Um exemplo disso seria a melhora da imagem de um país no exterior, em função de reformas conduzidas por outros países integrantes do mesmo bloco econômico. Outra possibilidade é de alguns países serem beneficiados no longo prazo pelo redirecionamento de recursos financeiros internacionais que anteriormente iam para um país que entrou em colapso.

Vários são os canais de contágio. O canal do comércio é o mais direto. Consideram-se os países concorrentes no mercado exportador e aqueles com relações comerciais de exportação e importação. Se um país sofre uma desvalorização cambial, o outro perde competitividade e é levado a desvalorizar também.

Outra possibilidade são países num sistema periferia-centro com paridade cambial ancorada ao centro. Um choque negativo no centro, que causa a elevação da sua taxa de juros, induz os países da periferia a reconsiderarem suas taxas de câmbio.

Há canais mais indiretos, como países pertencentes a um mesmo bloco ou com similaridades macroeconômicas e financeiras, e modelos econômicos semelhantes ou que os agentes julguem semelhantes. A crise cambial em um país leva o mercado a antecipar uma desvalorização futura no outro, ainda que este tenha bons fundamentos.

Há ainda o contágio pelo canal financeiro. As restrições de liquidez num mercado integrado fazem as crises se propagarem mundialmente. Os investidores internacionais liquidam suas posições em outros mercados nacionais, para cobrir os prejuízos incorridos no país que sofreu o ataque inicialmente. Mas independente de restrições de liquidez, a instabilidade do mercado internacional força os especuladores a reotimizarem suas carteiras para reduzir seu risco. A consequência é a elevada correlação entre os retornos dos papéis dos países nos momentos de turbulência.

Associando as hipóteses de reotimização de carteiras e de similaridade de modelos econômicos, Choueiri (1999) considera a hipótese de que os agentes acreditam na correlação positiva entre o retorno dos papéis de países específicos, tomando como referência a Argentina e o México. Esse autor mostra que, assim como nos modelos de profecia auto-realizável, quando os fundamentos não são bons o suficiente, a probabilidade de colapso é positiva e menor que um. Esse resultado confirma a importância dos fundamentos para avaliar a vulnerabilidade de um país ao efeito contágio, não sendo este um motivo isolado para a crise cambial. Nesse sentido, o contágio é seletivo.

1.7 Literatura empírica

A grande questão que surge empiricamente é se as crises cambiais são uma punição inevitável aos erros de política econômica ou são apenas geradas por contágio e profecia auto-realizável. Uma outra forma de colocar o problema é se as crises são eventos previsíveis ou essencialmente imprevisíveis. Para responder a isso, os trabalhos empíricos lançam mão do amplo conjunto de variáveis contempladas nos modelos de primeira e segunda geração, que indicam a vulnerabilidade da economia a ataques, sendo eventualmente indicadores antecedentes de crises.⁶

Resumidamente, os modelos de primeira geração sugerem que os períodos anteriores às crises são caracterizados por um rápido crescimento do crédito doméstico, aquecimento acentuado da atividade econômica, apreciação da taxa real de câmbio, déficit comercial e em transações correntes, e queda persistente das reservas internacionais. Há, portanto, uma deterioração sistemática dos fundamentos.

Nos modelos de cláusula de escape, a escolha da política econômica depende das preferências e das restrições com que a autoridade monetária se defronta, presentes na sua função-perda a ser minimizada. Por exemplo, desemprego elevado, baixa atividade econômica, taxas de juros altas, estoque da dívida pública elevado e fragilidade do sistema bancário são fatores que elevam a expectativa de desvalorização, por aumentarem o custo da defesa do regime frente ao ataque. Por outro lado, o receio da volta da inflação, a perda de reputação da autoridade monetária e custos políticos elevados reduzem a expectativa de colapso do regime. Nota-se que o relevante não é a

⁶ Para uma avaliação dos indicadores antecedentes de crise, ver Kaminsky, Lizondo e Reinhart (1998) e Berg e Pattillo (1998).

deterioração dos fundamentos, como nos modelos de primeira geração, mas seu patamar inadequado ou inconsistente com a manutenção do regime.

Aparentemente, há uma contradição quanto ao nível de atividade econômica ser um indicador antecedente. É possível conciliar os resultados das abordagens de ataque e cláusula de escape, fazendo uma análise dinâmica. Inicialmente, há o aumento do crédito e da atividade que compromete os fundamentos. Num estágio posterior, com a antecipação da crise cambial pelos agentes e a elevação das taxas de juros, o nível de atividade cede.⁷ Nesse caso, os indicadores da crise seriam a recessão no momento imediatamente anterior ao ataque e o rápido crescimento num período ainda anterior.

Mas as crises cambiais podem ser desencadeadas em função de profecias auto-realizáveis. O foco da literatura empírica é verificar a importância dos fundamentos para explicar os movimentos especulativos em um país e, principalmente, em um conjunto de países.

De forma geral, são encontrados os seguintes tipos de abordagem:⁸ primeiro, comparando o comportamento das variáveis macroeconômicas em período "tranquilo" e em período imediatamente anterior à crise, como Eichengreen, Rose e Wyplosz (1995), Frankel e Rose (1996) e Kaminsky e Reinhart (1996); segundo, medindo o desvio entre níveis normais e valores críticos (*threshold value*) das variáveis, como em Kaminsky e Reinhart (1996) e Kaminsky, Lizondo, e Reinhart (1998); terceiro, estimando a probabilidade ou magnitude de desvalorização cambial com modelos Probit, como Eichengreen, Rose e Wyplosz (1995) e Frankel e Rose (1996), ambos com análise de painel, ou por meio de *cross section* com um índice de pressão cambial como variável dependente, como em Sachs, Tornell e Velasco (1996c);⁹ e, quarto, utilizando trabalhos analíticos, sem testes econométricos formais, como Milesi-Ferreti e Razin (1996 e 1998) e Dornbusch, Goldfajn e Valdés (1995).

Para verificar a importância do efeito contágio, Glick e Rose (1998) trabalham com um índice para medir os canais comerciais, o qual, por sua vez, é utilizado como variável explicativa na ocorrência de crise cambial, além dos fundamentos que entram como variáveis de controle. Isso justifica valores críticos comparativamente menores para os

⁷ Ver Calvo (1987) e Kiguel e Liviatan (1992).

⁸ Para uma resenha da literatura empírica, ver Kaminsky, Lizondo e Reinhart (1998) e Flood e Marion (1998).

⁹ Berg e Pattillo (1998) reavaliam os trabalhos de Kaminsky, Lizondo e Reinhart (1998), Frankel e Rose (1996) e Sachs, Tornell e Velasco (1996c), com resultados interessantes.

fundamentos em relação ao obtido no caso de não haver contágio. Em outras palavras, a ocorrência de contágio exige melhores fundamentos dos países para afastar uma crise cambial.

Os trabalhos empíricos têm contribuído para elucidar a natureza das crises cambiais, ao revelar relativa eficácia para explicar os ataques especulativos, o que capacitaria uma melhor previsão de eventuais futuras crises. Mas os modelos são limitados para definir a data do ataque, devido aos componentes de incerteza e de profecia auto-realizável.

Além disso, não se consegue explicar a natureza do ataque e aplicar um mesmo conjunto de variáveis amplamente para vários países e episódios de ataque. Nas crises pré-1990, os modelos de primeira geração mostraram-se adequados.¹⁰ Mas na década de 90, de forma geral, a conclusão básica dos trabalhos empíricos é que os fundamentos unicamente não explicam sua ocorrência, embora tenham crucial importância. Os ataques ocorrem sob condições muito diversas, indicando a presença de profecia auto-realizável e contágio financeiro. Isso ficou claro na crise mexicana do final de 1994¹¹ e na crise asiática de 1997.¹²

¹⁰ Ver Flood e Marion (1998).

¹¹ Ver Cole e Kehoe (1996), Sachs, Tornell e Velasco (1996a) e Velasco (1997).

¹² Ver Berg e Pattillo (1998)

2. Credibilidade

2.1 Definição

Na literatura de crises cambiais, a credibilidade é uma questão que permeia a análise de vulnerabilidade do regime de câmbio fixo a ataques especulativos, especificamente nos modelos de segunda geração. Não é o caso dos modelos de primeira geração, ainda que estocásticos, uma vez que o compromisso da autoridade com o regime cambial independe do estado da economia, não havendo reações de política econômica.

Em termos gerais, define-se credibilidade, segundo Blackburn e Christensen (1989), como a crença dos agentes econômicos quanto à consistência do curso presente e futuro esperado da política econômica anunciada. A consequência da falta de credibilidade é a redução ou até a perda de eficácia da política econômica e sua não sustentabilidade, devendo esse ser um aspecto considerado na sua formulação. As políticas devem ter credibilidade para evitar perdas de bem-estar social.

De acordo com esses autores, há uma série de fatores, não exclusivos mutuamente, que influenciam a credibilidade, como a viabilidade técnica,¹ a viabilidade administrativa e política e a inconsistência temporal de Kydland e Prescott (1977), que é o foco principal da literatura.² O conceito de credibilidade é, portanto, mais amplo que o de inconsistência temporal, apesar de ambos serem utilizados freqüentemente como sinônimos.

2.2 Modelos de inconsistência temporal

O problema da inconsistência temporal surge quando uma política anunciada deixa de ser ótima no momento de ser executada, uma vez que o anúncio induz a respostas de comportamento do setor privado que incentivam o governo a não mais cumpri-la, dada a inexistência de qualquer mecanismo que o obrigue a isso. Conforme esses incentivos são percebidos pelos agentes e incorporados às suas expectativas, as políticas anunciadas passam a sofrer do problema de inconsistência temporal.

¹ Confiança nas informações utilizadas para decisões, eficácia de instrumentos, viabilidade dos objetivos, relevância da teoria econômica utilizada, coerência com o programa econômico geral.

comportamento do setor privado que incentivam o governo a não mais cumpri-la, dada a inexistência de qualquer mecanismo que o obrigue a isso. Conforme esses incentivos são percebidos pelos agentes e incorporados às suas expectativas, as políticas anunciadas passam a sofrer do problema de inconsistência temporal.

Esse resultado não está relacionado a novas informações disponíveis ou a mudanças de preferências da autoridade, mas sim à sua inabilidade para se comprometer a cumprir as políticas anunciadas diante de incentivos suficientes, como também ao fato dos agentes serem *forward looking*, o que impede que a autoridade possa enganá-los sistematicamente.

A literatura de inconsistência temporal centra-se no debate de regras *versus* poder discricionário na condução da política monetária. A discussão que se segue utiliza as conclusões dessa literatura, mas concentrando-se sobre o contexto de regra cambial.

O trabalho de Kydland e Prescott (1977) foi reformulado e estendido por Barro e Gordon (1983a,b). Nos modelos, o governo busca a minimização da função-perda definida por:

$$(1) \quad z_t = (a/2)(\pi_t)^2 - b(\pi_t - \pi^e_t), \quad a, b > 0,$$

sendo π a taxa de desvalorização cambial e π^e a expectativa de desvalorização. O primeiro termo do lado direito representa o custo da desvalorização e o segundo termo o benefício, este relacionado ao menor desemprego, conforme a curva de Phillips.

A autoridade seleciona, a cada período, a taxa de desvalorização que minimiza o valor presente esperado da perda, assim definido:

$$(2) \quad E \left[\sum_{t=0}^{\infty} z_t \cdot q_t^t \right] | I_0,$$

sendo q_t a taxa de desconto da autoridade, com média q e variância σ_q^2 . O termo I_0 indica o conjunto de informações disponíveis no período 0. Como $q < 1$, quanto menor q , menor a preocupação da autoridade com a estabilidade de preços no futuro.

Quando a autoridade tem poder discricionário, não faz compromissos e, a cada período, minimiza a função-perda, via desvalorização cambial não esperada, sem considerar o impacto sobre as expectativas dos agentes e, conseqüentemente, sobre as políticas

² Para resenha e considerações sobre as hipóteses dos modelos e suas limitações, ver Blackburn, K. e Christensen, M. (1989) e Driffill (1988).

futuras. Suas decisões não são temporalmente interligadas, configurando-se um jogo do tipo *one-shot* não-cooperativo. Assim sendo, o problema resume-se à minimização da função-perda para um período apenas.

Os agentes são *forward looking* e, assim, não é possível fazer desvalorização não-antecipada sistematicamente. Isso significa que, ao reconhecerem a política adotada, os agentes elevam as expectativas de desvalorização e, no equilíbrio, esta última se iguala à desvalorização efetiva e o desemprego volta ao nível natural. A economia sofre o ônus do viés inflacionário e não é beneficiada com um menor desemprego. Portanto, o equilíbrio discricionário é inferior de Nash. É uma solução não-ótima, mas com consistência temporal, já que não houve anúncios de política econômica.

As expectativas inflacionárias, ou de desvalorização cambial, são independentes das taxas de inflação passadas, pois, dada a política discricionária, os agentes sabem que estas não contribuem para revelar o objetivo da autoridade. As expectativas são definidas por:

$$(3) \quad \pi_t^e = h^e(I_{t-1}),$$

sendo h^e a função de reação dos agentes.

A taxa de inflação de equilíbrio da política discricionária, resultante do processo de minimização de (1), é dada por:

$$(4) \quad \pi_t' = b/a.$$

A taxa de inflação é maior quando a autoridade dá maior importância aos benefícios da inflação, isto é, quando b tem valor elevado.

Por expectativas racionais, no equilíbrio, obtém-se:

$$(5) \quad \pi_t^e = \pi_t' = b/a.$$

Substituindo (4) e (5) em (1), determina-se o valor da perda:

$$(6) \quad z_t' = (1/2) b^2/a.$$

O jogo entre a autoridade e os agentes é um jogo de soma não-nula, o que abre espaço para melhorar a utilidade (*payoff*) de todos os jogadores por meio da cooperação.³ Com a adoção da regra de câmbio fixo, é possível melhorar o desempenho da economia em

³ Jogos de soma-zero decorrem de puro conflito, sem incentivos para coordenação.

termos de estabilidade dos preços. Obtém-se um resultado superior ao de poder discricionário e, por definição, ótimo. Nesse caso, o jogo é repetido, pois as decisões da autoridade são intertemporalmente definidas. A autoridade não toma as expectativas dos agentes como dadas e considera a condição $\pi_t = \pi^e_t$. Conseqüentemente, a regra que minimiza a perda é a de câmbio estritamente fixo:⁴

$$(7) \quad \pi_t = h(I_{t-1}) = 0 \quad \text{e} \quad \pi^* = 0,$$

sendo a perda nula:

$$(8) \quad z^*_t = 0.$$

Comparando-se (5-6) e (7-8), verifica-se que a política discricionária implica taxa de inflação e perda mais elevadas, abstraindo-se os custos para implementar regras, que podem ser substanciais. Isso confirma a superioridade das regras sobre o equilíbrio de poder discricionário.

Convém destacar, entretanto, que o poder discricionário da autoridade monetária não necessariamente se reflete em inflação elevada. É possível considerar uma autoridade de perfil conservador que atribui elevado peso à estabilidade de preços. Nesse sentido, a regra cambial seria uma resposta à incapacidade de garantir o controle monetário, enquanto que o poder discricionário corresponderia à liberdade conquistada por uma autoridade que provou sua competência.

Apesar do resultado ótimo da regra cambial, havendo incentivos para a autoridade anunciar a regra e não cumpri-la posteriormente, o câmbio fixo é inconsistente temporalmente. Distorções na economia, que, por exemplo, fazem a taxa de desemprego ser elevada, ou déficit público crônico incentivam o governo a não atender à regra. Portanto, a decisão de enganar os agentes não está associada a peculiaridades do comportamento da autoridade, mas sim a incentivos embutidos em sua função-perda.

A regra deve ser associada a algum mecanismo que incentive seu cumprimento, sejam restrições legais, como a obrigatoriedade do poder legislativo aprovar a alteração da paridade cambial, ou simplesmente a perda de poder político ou a perda de reputação da autoridade, esta última se refletindo em aumento da expectativa de desvalorização. A

⁴ Caso o custo em (2) dependesse de $(a/2)(\pi_t - \pi^*)^2$, a regra constante seria $\pi^* = \pi > 0$.

autoridade optará por cumprir a regra quando o custo da punição for maior que o ganho em desvalorizar.

Considere $\pi^e_t=0$. Se a autoridade resolve enganar os agentes, a taxa de inflação escolhida é a de política discricionária. Assim:

$$(9) \quad \pi^o_t = b/a.$$

Isso implica um incentivo para não cumprir a regra dado por:

$$(10) \quad z^*_t - z^o_t = (1/2) b^2/a > 0.$$

Suponha o seguinte mecanismo de formulação de expectativas:

$$(11) \quad \pi^e_t = \pi^*_t = 0 \text{ se } \pi_{t-1} = \pi^e_{t-1} \quad \text{e} \quad \pi^e_t = \pi'_t = b/a \text{ se } \pi_{t-1} \neq \pi^e_{t-1}.$$

Assim, diante de uma desvalorização não-antecipada, os agentes revisam suas expectativas para o período seguinte. Nesse caso, a punição é de apenas um período.

O valor presente da perda é dado por:

$$(12) \quad q_t(z'_{t+1} - z^*_{t+1}) = q (1/2) b^2/a.$$

A autoridade optará por cumprir a regra se a perda incorrida (12) for maior ou igual ao ganho decorrente de enganar os agentes (10). A reputação, portanto, é um mecanismo que possibilita a eliminação do problema de inconsistência temporal. Mas, nesse modelo específico, esse não é o caso da regra de câmbio fixo, já que $q < 1$ e, portanto, o ganho é rigorosamente superior à perda. Em outras palavras, o período de punição não é suficientemente elevado para resolver o problema de inconsistência temporal da regra de câmbio estritamente fixo.

Isso significa que a regra cambial consistente temporalmente está associada a uma meta positiva de taxa de desvalorização, que é a menor taxa crível. Ela seria uma média ponderada da taxa na regra de câmbio fixo ($\pi^*=0$) e da taxa no equilíbrio discricionário ($\pi'_t=b/a$), cujos pesos dependem do valor de q . Valores relativamente baixos para q equivalem a uma menor preocupação da autoridade com custos futuros, implicando taxas de desvalorização mais elevadas e mais próximas do resultado de equilíbrio discricionário.

Barro e Gordon (1986) estendem o modelo, considerando que há dois tipos de autoridade monetária, mas que os agentes não conseguem discerni-las, valendo a hipótese de informação imperfeita. Essa hipótese abre espaço para modelos com

horizonte finito.⁵ Os diferentes perfis dizem respeito à capacidade ou não da autoridade para se comprometer a respeitar a regra ou, alternativamente, à importância atribuída pela autoridade à estabilização de preços.

Essa incerteza, denominada intrínseca, incentiva a autoridade incapaz de fazer compromissos (autoridade fraca), a ocultar seu verdadeiro perfil, mantendo o câmbio fixo num primeiro período, para posteriormente, após conquistar reputação, realizar a desvalorização.⁶ A partir daí, os agentes corrigem as expectativas, já que foi revelado o tipo da autoridade. Dessa forma, o ganho da autoridade é apenas de curto prazo, ocorrendo em seguida o resultado de equilíbrio discricionário.

A expectativa de desvalorização, nesse caso, corresponde à probabilidade subjetiva dos agentes acreditarem que a autoridade é do tipo que consegue cumprir compromissos (autoridade forte). Essa probabilidade, revisada pela regra de Bayes,⁷ depende do aprendizado dos agentes, que observam o comportamento passado da autoridade. Quanto mais freqüentes as observações de respeito à regra, maior a probabilidade da autoridade ser forte, maior a reputação e menor a expectativa de desvalorização.

Uma vez que existe a possibilidade da autoridade ser fraca, a regra de câmbio fixo é inconsistente temporalmente. Assim, os agentes protegem-se formando expectativa de desvalorização positiva, que seria uma média ponderada dos resultados de câmbio fixo e de poder discricionário, sendo os pesos dados pela probabilidade da autoridade ser do tipo fraca e estar enganando os agentes. Quanto menor a reputação da autoridade, maior o problema de inconsistência temporal, maior a expectativa de desvalorização e maior o custo recessivo imposto à economia associado à construção da reputação.

Num modelo estocástico, as regras fixas acarretam perda de bem-estar na economia, ao impedirem a atuação da autoridade no ciclo econômico. Na ausência de choques, a

⁵ O modelo anterior era de horizonte infinito. Se fosse de horizonte finito, não haveria punição no final do período e retroativamente, não haveria punição no período corrente.

⁶ A partir de um certo nível de reputação, inicia-se um período de escolha probabilística, em que a autoridade é indiferente entre desvalorizar hoje ou no futuro, pois a perda e o benefício de respeitar a regra se igualam. Quanto maior a taxa de desconto da autoridade, mais próximo é o período de início da randomização. No final do período, necessariamente a autoridade assume seu verdadeiro perfil e faz a desvalorização.

⁷ A regra de Bayes pode ser assim colocada: a probabilidade condicionada da autoridade ser forte, dado que respeitou a regra, é igual à probabilidade de ser forte e respeitar a regra, descontada (dividida) a probabilidade de respeitar a regra, independente do perfil da autoridade. A probabilidade associada ao tipo de autoridade é denominada "prior", pois é determinada antes da decisão de política econômica. A probabilidade condicional de um tipo de autoridade, dado que respeitou ou não a regra, que é o que se deseja calcular, é denominada "posterior", uma vez que é obtida após o experimento e assim revisada.

economia está inequivocamente melhor sob a regra de câmbio fixo. Mas com choques suficientemente elevados, o resultado de política discricionária é superior, pela minimização da perda. Isso justifica uma estratégia mista, com as regras de contingência ou com cláusula de escape, como discutido em Barro e Gordon (1983a), que são caracterizadas pela variação da taxa de desvalorização a cada período, de acordo com o estado da economia.

Com informação superior ou privilegiada do governo sobre os choques econômicos, o que é denominado incerteza extrínseca, como em Canzoneri (1985), a regra de contingência ótima refere-se ao compromisso de compensar os choques econômicos, sem tentar induzir o crescimento por meio de inflação. Mas como os agentes verificam apenas *ex post* o distúrbio estocástico ocorrido⁸ e não conseguem avaliar até que ponto a desvalorização observada decorre da compensação de choques ou da intenção de criar inflação não-antecipada, abre-se espaço para um comportamento oportunista da autoridade, o que, no limite, leva ao equilíbrio discricionário. No equilíbrio, os agentes mantêm as expectativas inflacionárias num patamar elevado o suficiente para não incentivar a autoridade a enganá-los e, assim, a melhor regra de contingência consistente é uma média ponderada das taxas de inflação da regra ideal e da política discricionária, com os pesos relativos dependendo do fator de desconto q_t , variável ao estado da economia.

Nos modelos de reputação, a cada decisão de não desvalorizar, aumenta-se a reputação da autoridade e maior é a credibilidade no sentido de consistência temporal. Mas esse é um resultado que vai de encontro à observação empírica que a defesa do regime de câmbio fixo não necessariamente evita crises cambiais, conforme Kray (1999). Portanto, apesar dos vários desdobramentos dessa literatura, não vale a pena estender a discussão.

Entretanto, mesmo a discussão acima não explicando a lógica das crises cambiais, ela permite elucidar questões que permeiam a utilização da regra cambial como instrumento de estabilização de preços.

Economias com inflação crônica tendem a sofrer o problema de inconsistência temporal na adoção do câmbio fixo como instrumento de estabilização. Os agentes econômicos

⁸ Alguns fatores enfraquecem a hipótese de assimetria de informação. Decorrido certo tempo, as informações tornam-se públicas, reduzindo a capacidade da autoridade de agir de forma oportunista. Além disso, os agentes podem passar a investir em busca de informações, se o custo de obtê-las for menor ou igual ao benefício esperado por ajustar rapidamente suas expectativas de desvalorização.

têm motivos para acreditar que a regra não será cumprida, convergindo a economia para o equilíbrio de poder discricionário, com a retomada da inflação. A isso se pondera o elevado benefício da possível rápida queda da inflação num primeiro momento,⁹ conferindo ganho político ao governo, que o incentiva a manter o regime. Nesse caso, a perda de reputação ao desvalorizar seria elevada, mantendo-se assim o compromisso com a regra, afastando ou minimizando o problema da inconsistência temporal.

Outra vantagem dessa abordagem é poder discutir aspectos importantes relacionados a diferentes opções de regras cambiais, discernindo, assim, o regime de câmbio estritamente fixo de regimes menos restritivos, como as bandas cambiais e o *crawling peg*. O câmbio estritamente fixo está associado a um maior problema de inconsistência temporal, exigindo mecanismos ou incentivos suficientes que garantam o respeito à regra. Em contrapartida, é maior sua capacidade estabilizadora, pois é completamente retirado do banco central seu poder discricionário.

Já os regimes com maior flexibilidade cambial não sofrem, ou sofrem menos, o problema da inconsistência temporal, mas dependem de uma maior disciplina da política econômica para garantir um ritmo lento de desvalorizações cambiais e estabilidade de preços. Além disso, a maior flexibilidade da regra cambial pode sinalizar aos agentes a falta de disposição do governo de estabilizar preços, ao ceder a choques. Se a reputação da autoridade ainda é pequena, estrategicamente é importante estabelecer regras mais rígidas para a desvalorização cambial, limitando sua flexibilidade, a fim de evitar a convergência para o equilíbrio discricionário diante das expectativas de desvalorização mais elevadas.

Uma crítica aos modelos do tipo Barro e Gordon é quanto à hipótese de apenas uma autoridade. Na realidade há um jogo dentro do próprio governo, que depende dos diferentes objetivos dos condutores de política econômica e do arranjo institucional vigente, fatores esses que são relevantes para avaliar a credibilidade das políticas. Considerando as autoridades fiscal e monetária, configura-se uma guerra de Stackelberg na ausência de coordenação. A política fiscal expansionista é incompatível com política monetária conservadora ou regime de câmbio fixo, em função da não-solvência governamental, inviabilizando a meta de inflação baixa e a paridade fixa. O programa econômico deixa de ter credibilidade por não ser sustentável.

⁹ Esse ponto é discutido novamente no próximo capítulo.

A análise da credibilidade do regime de câmbio fixo não se restringe, portanto, ao problema da inconsistência temporal. Na realidade, a credibilidade decorre também da avaliação da consistência geral da política econômica. Assim, os modelos convencionais de reputação não explicam de forma adequada os efeitos da sinalização no caso do regime de câmbio fixo.

2.3 Credibilidade do governo e credibilidade da política econômica

Para avaliar a questão da credibilidade no regime de câmbio fixo, é necessário compreender como são formadas as expectativas de desvalorização cambial, uma vez que estas são um reflexo da credibilidade, o que tradicionalmente não é explorado nos modelos de crise cambial. As expectativas não são formuladas no modelo e entram de forma arbitrária. Resumidamente, uma expectativa nula de desvalorização leva ao equilíbrio sem ataque, enquanto que a expectativa positiva, ao equilíbrio com ataque e crise cambial, considerando o equilíbrio de expectativas racionais. O deslocamento das expectativas é causado por manchas solares, isto é, as expectativas são exógenas e, rigorosamente, não se aplica o conceito de credibilidade. A discussão de credibilidade envolve expectativas de desvalorização endogenamente determinadas.

A definição de credibilidade contempla dois fatores principais de interesse do ponto de vista econômico: o julgamento quanto ao tipo de governo, se é conservador o suficiente para se comprometer a cumprir a política anunciada, o que é feito pela observação do comportamento passado do governo; e o julgamento quanto à consistência interna ou técnica da política econômica. A questão da viabilidade política do programa econômico, conforme apresentado inicialmente na definição de credibilidade, não é foco deste trabalho, mas poderia ser resumida na existência de arranjos institucionais que garantam a independência da autoridade monetária.

Nesse sentido, a credibilidade não seria um fator exógeno ao modelo, mas sim fruto do próprio aprendizado dos agentes *forward looking*. Mas isso não significa que a ocorrência de choques, ou o estado da economia, não é relevante. Os agentes avaliam a credibilidade à luz de novas informações, julgando a reação do governo e o comportamento dos fundamentos a partir dos choques. Portanto, fatores exógenos influenciam na credibilidade, sendo que um programa econômico terá sua credibilidade menos abalada por choques se ele próprio for crível.

Algum avanço na direção de determinar a formação de expectativas de desvalorização cambial é obtido por Bensaïd e Jeanne (1997), cuja contribuição foi mostrar como se dá a correção das expectativas após um ataque, dado que já houve o seu deslocamento inicial diante de choques externos ou manchas solares.

Considera-se que os especuladores sabem que a elevação dos juros na defesa do regime cambial implica custos e, assim, ficam testando o compromisso da autoridade, já que não conhecem o valor da função-perda que levaria o governo a desvalorizar. Há uma crença inicial consistente com a verdadeira função f e pertencente ao seu domínio $[\underline{f}, \bar{f}]$. A partir daí, as crenças são corrigidas pela regra de Bayes, baseada nos *priors* e ações observadas do governo. A cada defesa do regime, a taxa de juros sobe e, como a elevação dos juros implica custos, eleva-se a expectativa de desvalorização.

A expectativa de desvalorização pode ser nula, vigorando o equilíbrio sem ataque. Mas em função de manchas solares, a expectativa de desvalorização pode se deslocar de zero para o valor mínimo associado a \underline{f} , caracterizando o resultado de equilíbrio múltiplo. Da mesma forma, altera-se a taxa de juros, que desloca-se para um determinado patamar também associado a \underline{f} .¹⁰ A partir daí, a expectativa de desvalorização e a taxa de juros crescem continuamente até ocorrer a crise cambial, que se dará quando o verdadeiro custo de desvalorizar igualar-se ao custo de defender. Se o valor mínimo de expectativa de desvalorização associado a \underline{f} for alto, isso significa que a economia será menos vulnerável a ataques.

Ao contrário dos modelos de reputação, a credibilidade do regime cambial deteriora-se continuamente até o governo desvalorizar. A cada defesa do governo, os agentes revisam as expectativas, que é a probabilidade do custo de desvalorizar ser maior que o de defender.

O governo não é capaz de evitar a crise cambial, mas apenas de adiá-la. A justificativa desses autores para o governo ainda assim defender-se do ataque é que ele pode acreditar numa notícia futura favorável que consiga abortar o movimento de ataque, rompendo o círculo vicioso.

Esse argumento sugere que, quando o governo acredita ser passageiro o movimento de ataque, devido apenas a choques transitórios ou ao nervosismo do mercado, e não

exatamente a fundamentos inconsistentes, vale a pena defender o regime, se realmente é desejo do governo fazê-lo. Essa percepção equivale a uma elevação do nível crítico de expectativa de desvalorização e, portanto, de juros, o que significa que novos ataques deverão estar associados a maiores expectativas de desvalorização.

Outra possibilidade é considerar que o governo opte por elevar transitoriamente a taxa de juros, enquanto ganha tempo para a implementação de reformas que melhorem os fundamentos da economia. Mas quanto a isso é importante considerar que, se há compromissos críveis de reforma, não seria necessário a elevação da taxa de juros, como discutido por Furman e Stiglitz (1998).

Drazen (1999a) avança ainda mais na questão da formulação das expectativas, ao explicar a mudança do equilíbrio sem ataque para o com ataque, não resumindo-a à ocorrência de manchas solares e, ao mesmo tempo, inserindo o impacto de choques na formulação das expectativas.

Ao contrário dos modelos convencionais de segunda geração, que não consideram a interação entre governo e especuladores, o modelo em questão explora o jogo entre as duas partes, num horizonte finito, sendo a informação imperfeita para ambos os jogadores reciprocamente. Não apenas os agentes desconhecem os objetivos do governo, havendo incerteza quanto ao seu compromisso com o regime cambial, mas também o governo não conhece as intenções do mercado.

Dados os choques correntes, os especuladores decidem atacar ou não, dependendo da probabilidade de desvalorização e do custo do ataque, pois os agentes tomam recursos no mercado para comprar moeda estrangeira e sofrem o ônus das taxas de juros mais altas. A decisão do especulador representativo baseia-se na maximização da taxa de lucro Π , dada pela diferença entre benefício e custo do ataque, como segue:

$$(13) \quad \Pi_i = \frac{p_i \delta}{\Delta t} \rho_i^D - C(i, \rho_i^D),$$

sendo p a probabilidade de desvalorização esperada pelos agentes, δ a taxa de desvalorização, ρ^D a demanda de recursos para atacar as reservas e i a taxa de juros. Pela maximização de lucro, obtém-se a função demanda de reservas, que depende negativamente da taxa de juros e positivamente da probabilidade de desvalorização.

¹⁰ O intervalo entre a expectativa de desvalorização entre zero e a mínima não é racional, pois elevaria pouco os juros, não sendo suficiente para ameaçar o equilíbrio da função-perda.

Dada a demanda coletiva dos agentes (R_t), que é a soma das demandas individuais, a taxa de juros mínima (i_t^S) consistente com a especulação máxima que o governo admite

$$(14) \quad R_t(p_t, i_t^S) = S_t,$$

ou, alternativamente, com a oferta máxima de reservas admitida pela autoridade (S_t), é tal que:

Portanto, maior probabilidade de desvalorização e menor oferta de reservas requerem maior taxa de juros.

O governo, a cada período, decide desvalorizar ou não, dada a seguinte relação custo-benefício:

$$(15) \quad \Omega(x, i_t, \eta_t) = \mathfrak{I}(i_t, \eta_t) + \zeta(x),$$

sendo o primeiro termo do lado direito o custo de elevar os juros, que é igual a zero quando há desvalorização, e o segundo termo o custo de desvalorizar, que é igual a x quando o governo desvaloriza e zero caso contrário. η é o choque estocástico conhecido pelo governo e pelos agentes, x é o tipo de governo.

O verdadeiro tipo de governo, ou custo de desvalorizar, é invariante no tempo, mas não é observado pelos agentes e pode ser interpretado como um fator específico do país. Porém, a distribuição dos tipos possíveis $G(x)$ é conhecida, inicialmente definida sobre $[\underline{x}, \bar{x}]$. Quanto mais conservadora a autoridade, maior x e maior o custo da desvalorização.

O comportamento ótimo do governo é resumido no tipo mínimo que defenderia o regime, x^* , que é obtido quando igualam-se o custo de desvalorizar e o benefício intertemporal de não desvalorizar, ou seja, quando a autoridade é indiferente entre desvalorizar e defender o regime. Assim obtém-se uma função x^* dada por:"

$$(16) \quad x^* = x^*(\eta_t, p_t, S_t).$$

Choques adversos, maior probabilidade de desvalorização formada pelos agentes e menor oferta de reservas aumentam o tipo mínimo de governo que defenderia o regime. Nesse caso, a taxa de juros i^* seria mais elevada.

Quando o valor efetivo de x for superior a x^* , não ocorrerá a desvalorização, e vice-versa. Assim, um valor alto de x^* aumenta a probabilidade de não se defender o regime. Portanto, situações mais adversas implicam maior necessidade de perfil conservador da

autoridade para defender o regime. A cada defesa do regime, sinaliza-se que o tipo verdadeiro do governo é superior a x^* . A solução do modelo baseia-se em encontrar x^* .

A probabilidade de desvalorização dos agentes, p , utilizada na obtenção do comportamento ótimo do governo não é a verdadeira, π . Para que as expectativas sejam racionais, ambas devem ser iguais. Para tanto, calcula-se o valor de π baseado em p , e iguala-se as duas.

A probabilidade de desvalorização no período corrente, dado que não se desvalorizou antes, deve refletir a crença dos agentes sobre o tipo de governo, que se resume no conjunto de tipos possíveis que mantiveram a paridade até então, definido por $(\underline{x}_{t-1}, \bar{x})$, e a distribuição cumulativa associada, $G(x | \underline{x}_{t-1})$. O conjunto de informações passadas está plenamente contido em \underline{x}_{t-1} . Pode-se assim dizer que a probabilidade de desvalorização depende de quatro fatores: se o governo defendeu ou não o regime no passado, a deterioração previsível dos fundamentos, que no caso é a perda de reservas, choques estocásticos observáveis e o tipo verdadeiro de governo, que não é observável.

A verdadeira probabilidade de desvalorização pode ser calculada pela distribuição posterior $G(x^* | \underline{x}_{t-1})$, baseada em x^* e nas informações passadas contidas em \underline{x}_{t-1} , por meio da regra de Bayes:

$$(17a) \quad G(x^* | \underline{x}_{t-1}) = \frac{G(x^*) - G(\underline{x}_{t-1})}{1 - G(\underline{x}_{t-1})}, \quad \text{se } x^* > \underline{x}_{t-1} \text{ e}$$

$$(17b) \quad G(x^* | \underline{x}_{t-1}) = 0, \quad \text{se } x^* \leq \underline{x}_{t-1}.$$

Utilizando a probabilidade verdadeira, relacionando-a à probabilidade percebida pelos agentes e substituindo a função de x^* , obtém-se:

$$(18a) \quad \pi_t = \frac{G(x_t^*(\pi_t, \eta_t, S_t)) - G(\underline{x}_{t-1})}{1 - G(\underline{x}_{t-1})}, \quad \text{se } x_t^* > \underline{x}_{t-1} \text{ e}$$

$$(18b) \quad \pi_t = 0, \quad \text{se } x_t^* \leq \underline{x}_{t-1}.$$

Se, no período anterior, o menor tipo possível de governo que manteve o regime, \underline{x}_{t-1} , já estava acima do valor crítico x^* , a não desvalorização não contribui em nada na atualização da distribuição e, portanto, das expectativas. O equilíbrio é de expectativa nula de desvalorização e de não ataque. Portanto, com choque pequeno ou com tipo de

¹¹ Ver mais detalhes do cálculo no original.

governo conservador, a não desvalorização não contribui para a construção de reputação. Se, por outro lado, o menor tipo possível de governo era mais fraco, não garantindo a defesa do regime, e o governo não desvalorizou, há a atualização da distribuição e das expectativas pela regra de Bayes. Abre-se, assim, espaço para o resultado de equilíbrio múltiplo. Sempre haverá uma solução tal que a expectativa de desvalorização seja nula, sem a ocorrência de ataques e sem a necessidade de defesa.

O modelo explica ainda porque não é necessário uma piora dramática dos fundamentos ou choques de grande proporção para levar um governo a abrir mão do regime, bastando uma deterioração marginal das condições gerais da economia. Se o tipo de governo está apenas marginalmente acima do tipo mínimo que manteve o regime até então, um pequeno crescimento na expectativa de desvalorização desencadeia a crise cambial ao torná-la um resultado ótimo.

Resumindo, os agentes não conhecem o tipo verdadeiro do governo, mas formam suas expectativas de desvalorização observando o desempenho econômico e o comportamento passado do governo. Se há uma piora nas condições econômicas e o governo não desvaloriza, reduz-se a probabilidade de desvalorização futura, pois os agentes passam a acreditar que o governo tem um tipo mais conservador, tal que a deterioração da economia deverá ser maior para incentivar novo ataque. Por outro lado, a probabilidade de desvalorização é zero diante do bom desempenho da economia, mas sem isso representar maior reputação do governo. Nota-se, portanto, que o modelo apenas aborda a questão da credibilidade do governo, refletida no tipo esperado de governo.¹²

Num outro enfoque, Drazen e Masson (1994) consolidam a questão da reputação do governo *versus* a credibilidade do regime de câmbio fixo no que se refere apenas à sua consistência interna. Num modelo estocástico de dois períodos, mostram que a relação entre o compromisso com o regime cambial e a credibilidade é ambígua. O ponto de partida é que os agentes observam o estado da economia ou as circunstâncias externas para avaliar a credibilidade, e não apenas o perfil da autoridade.

O desemprego (u) depende da sua taxa natural (u_N), da desvalorização cambial não antecipada e de choques (ε_t), tal que:

$$(19) \quad u_t = u_N \sqrt{a} (e_t - E_1 e_t) + \sqrt{a} \varepsilon_t,$$

sendo e o logaritmo da taxa de câmbio, E o operador esperança e a uma constante que representa a inclinação da curva de Phillips.

O governo minimiza sua função perda esperada descontada:

$$(20) \quad \Lambda' = L'_1 + \beta L'_2 \\ = (u_1 - u_N + \sqrt{ak})^2 + \theta'(e_1)^2 + \beta E_1^2 \left[(u_2 - u_N + \sqrt{ak})^2 + \theta'(e_2)^2 \right]$$

sendo k as distorções que acarretam desemprego abaixo da taxa natural, β a taxa de desconto e i o tipo de governo: fraco (W) ou forte (T). O primeiro termo de cada função-perda (L) é o benefício da desvalorização e o segundo termo corresponde ao custo, que depende de θ . Assume-se que os agentes conhecem o valor de θ , mas não observam o choque ε .

Com incerteza quanto ao tipo da autoridade, a probabilidade de desvalorização no segundo período (μ_2) depende da ação no primeiro período, como segue:

$$(21) \quad \mu_2(j) = p_2(j)\rho_2^W(j) + (1 - p_2(j))\rho_2^T(j),$$

sendo p a probabilidade do governo ser do tipo fraco e ρ a probabilidade do governo desvalorizar, condicionada ao seu tipo. A letra j indica se o governo desvalorizou (D) ou se manteve o câmbio fixo (F) no período 1.

O valor limite do choque que leva a autoridade a desvalorizar é tal que as perdas incorridas em desvalorizar e não desvalorizar se igualam. Assim, obtém-se:

$$(22) \quad \hat{\varepsilon}_2(j) = \frac{(a + \theta')s}{2a} - k - \mu_2(j)s,$$

sendo s o valor da desvalorização. Se o governo for do tipo fraco, o valor de θ será menor e, portanto, menor o valor do choque crítico tolerável para a autoridade. E uma decisão de desvalorização no passado implica maior μ_2 e menor valor limite para o choque.

Se a realização do choque em 2 estiver abaixo do valor crítico, a manutenção do regime é uma escolha ótima. Portanto, a probabilidade de desvalorização em 2 é dada pela probabilidade do choque ser superior ao valor crítico. Dada a distribuição uniforme dos choques, entre v e $-v$, obtém-se:

¹² No modelo, não se introduz o conceito de credibilidade do governo, sendo aqui colocado como ilustração.

$$(23) \quad \rho_2'(j) = \text{prob}(\varepsilon_2 > \hat{\varepsilon}_2'(j)) = (v - \hat{\varepsilon}_2'(j)) / 2v.$$

Para calcular a probabilidade do tipo de governo, os agentes utilizam a regra bayesiana, sendo as expectativas condicionadas ao fato do governo ter ou não desvalorizado no período anterior, como segue:

$$(24) \quad p_2(D) = \frac{\rho_1^W}{\rho_1^W + \rho_1^T} \quad \text{e} \quad p_2(F) = \frac{1 - \rho_1^W}{2 - \rho_1^W - \rho_1^T},$$

sendo que ρ_1 é calculado de forma análoga a ρ_2 . Cabe destacar que, no início, toma-se $\mu_2(j)$ como dado, encontra-se o valor de $\hat{\varepsilon}_2$ e de ρ_2 , para, no final, ser solucionado seu valor.

Combinando (21), (23) e (24), vem:

$$(25) \quad \mu_2(D) - \mu_2(F) = \frac{1}{1 - s/2v} \left[\frac{(\rho_1^W - \rho_1^T)(\theta^T - \theta^W)s/4av}{(\rho_1^W - \rho_1^T)(2 - \rho_1^W - \rho_1^T)} \right].$$

Inequivocamente, $\mu_2(D) > \mu_2(F)$, o que significa que a desvalorização aumenta a probabilidade de desvalorizar no período seguinte, havendo perda de reputação do governo. Essa conclusão não difere do discutido nos modelos do tipo de Barro e Gordon e sua aplicação para os modelos de crise cambial não é plenamente satisfatória.

Um política anunciada não cumprida reflete não apenas a capacidade da autoridade de fazer compromissos, mas também as condições em que se encontra a economia. Esse aspecto é considerado no modelo inserindo persistência do efeito das políticas, no caso, no comportamento do desemprego, como segue:

$$(19') \quad u_2 = u_N \sqrt{a} [(e_2 - E_1 e_2) - \delta(u_1 - u_N)] + \sqrt{a} \varepsilon_1,$$

sendo δ a medida de persistência do desemprego.

O valor crítico para o choque torna-se:

$$(22') \quad \hat{\varepsilon}_2(j) = \frac{(a + \theta')s}{2a} - k - \mu_2(j)s - \delta(u_1 - u_N),$$

sendo que o termo de persistência reduz o valor crítico do choque.

A expressão (25) é modificada para:

$$(25') \quad \mu_2(D) - \mu_2(F) = \frac{1}{1 - s/2v} \left[-\frac{\sqrt{a}\delta s}{2v} + \frac{(\rho_1^W - \rho_1^T)(\theta^T - \theta^W)s/4av}{(\rho_1^W - \rho_1^T)(2 - \rho_1^W - \rho_1^T)} \right].$$

Para valores suficientemente elevados de δ , o efeito persistência domina o sinal da expressão, tornando-o negativo. Isso significa que a persistência no desemprego implica que a não desvalorização no primeiro período pode aumentar, ao invés de diminuir, a

expectativa de desvalorização no segundo período. Em outras palavras, choques adversos não compensados por desvalorização no período 1 causam efeitos desfavoráveis em 2, aumentando a probabilidade de desvalorização para ambos os tipos de governo. Assim, a credibilidade não necessariamente é aumentada quando o governo adota política forte.

Considerando fatores exógenos conhecidos atuando na economia, pode-se afirmar que quando o ambiente econômico é muito desfavorável, a opção pela desvalorização não contribui para revelar o tipo do governo. Da mesma forma, manter o câmbio fixo quando as circunstâncias externas são tão favoráveis, que até autoridade fraca conseguiria manter o regime, não adiciona informação sobre o perfil da autoridade.

Esse modelo leva a dois resultados importantes. O primeiro é que um choque adverso não compensado por uma desvalorização cambial pode levar a uma maior expectativa de desvalorização no futuro e não o contrário, que seria o esperado com o ganho de reputação da autoridade que não cedeu ao impacto do choque. Segundo, uma desvalorização cambial não implica necessariamente a perda de credibilidade e, portanto, a expectativa de desvalorização no período seguinte não necessariamente é maior.

Concluindo, no regime de câmbio fixo, a deterioração dos fundamentos aumenta a probabilidade da autoridade abrir mão do regime cambial. Se a autoridade não ceder à pressão, sua credibilidade ou reputação será alimentada. Porém, dinamicamente, conforme o custo de manter o regime cambial atinge patamares críticos, a credibilidade da política econômica fica abalada, uma vez que se restringe a margem de escolha de políticas futuras da autoridade, que é induzida a não cumprir a regra cambial.

Se é sensato ou não o governo construir sua reputação, isso depende das crenças do governo quanto à evolução dos fundamentos e dos choques. Se o choque e a pressão especulativa sobre as reservas forem transitórios, então vale a pena incorrer em custos para construir a reputação. Porém, se a pressão especulativa tiver forte componente permanente explicado por fundamentos inconsistentes, então manter a política forte não seria recomendável em função do elevado custo que torna a defesa do regime não crível.

Seguindo o argumento que manter o regime de câmbio fixo não é sempre uma opção ótima, é possível estender a discussão considerando a eficácia da elevação da taxa de juros como instrumento de defesa do regime cambial. Segundo Kraay (1999),

empiricamente não há uma associação sistemática entre juros altos e crises cambiais, não havendo evidências, portanto, da eficácia dos juros altos para defender o câmbio.

A defesa do regime cambial através da elevação dos juros requer o desvio da paridade descoberta das taxas de juros, o que é feito considerando que os títulos domésticos e estrangeiros são substitutos imperfeitos. Alternativamente, pode-se considerar a existência de controles de capitais.

Lahiri e Végh (1999a) consideram o impacto fiscal perverso da elevação da taxa de juros sobre o serviço da dívida. Assim, o aumento da demanda de títulos, causado pelos juros mais altos, pode ser insuficiente para compensar a queda da demanda de moeda diante da expectativa de inflação futura mais elevada após a crise cambial, conforme previsto pela aritmética desagradável de Sargent e Wallace (1981). O resultado é que há uma relação não-monotônica entre juros e data da crise, tal que há uma determinada taxa de juros que maximiza o adiamento da crise. Nesse caso, daria tempo para o governo fazer os necessários ajustes para recuperar os fundamentos da economia.

Os resultados do modelo dependem da relação de domínio entre as políticas fiscal e monetária. Se a elevação dos juros for acompanhada por um aperto fiscal que garanta não ser pressionado o serviço da dívida, então é possível adiar a crise cambial. Por outro lado, se a autoridade monetária financia o déficit público passivamente, juros muito elevados podem antecipar a crise.

Se a demanda de moeda for menos elástica aos juros do que a demanda de títulos, independente do nível dos juros, de forma que a elevação dos juros cause uma elevação da demanda de títulos superior à queda da demanda de moeda, então será possível adiar a crise. Mas os autores ponderam que é mais razoável esperar que, conforme se eleve a taxa de juros, a elasticidade da demanda de moeda cresça também, ficando superior à elasticidade da demanda de títulos. Assim, com taxas de juros demasiadamente elevadas, ocorre necessariamente a antecipação da crise. Nesse caso, a defesa teria que ser acompanhada de um ajuste fiscal que impedisse o crescimento da dívida.

Alternativamente, Lahiri e Végh (1999b) consideram não o custo fiscal, mas o custo recessivo da elevação dos juros, em função da redução da oferta de crédito bancário. Ao mesmo tempo, a queda do produto reduz a demanda de moeda, diminuindo o impacto líquido da elevação da demanda por títulos sobre o nível de reservas. Esse efeito pode predominar e tornar não ótima a elevação da taxa de juros para defender o regime.

2.4 *Literatura empírica*

Os trabalhos empíricos para captar efeitos de credibilidade enfrentam vários problemas, o que pode ser uma explicação para seu reduzido número.¹³ Há dificuldades não apenas para obter *proxies* de credibilidade, uma vez que esta última é imensurável diretamente, como também para interpretar os resultados, já que se corre o risco da omissão de variáveis relevantes estar contaminando os resultados obtidos. Além disso, e mais grave ainda, os modelos teóricos são simplificados, envolvendo poucas variáveis.

Alguns testes empíricos são encontrados na literatura, como o *prediction error method*, que estima a curva de Phillips e verifica se a inflação projetada é maior do que a efetiva. Se for o caso, associa-se a esse resultado o efeito credibilidade, como fruto de uma possível mudança de regime. O problema é que o método pode não conseguir captar o efeito credibilidade, uma vez que o impacto na inflação efetiva pode ser muito lento. Outra limitação é que o erro na previsão da inflação pode decorrer de omissão de variável e não de credibilidade.

Também é encontrada a abordagem bayesiana, que se baseia diretamente na literatura teórica. A credibilidade está associada à probabilidade subjetiva do anúncio de política estar sendo cumprido, de acordo com a regra de Bayes de correção das expectativas.

Há alguns trabalhos empíricos para o Brasil. Rocha (1995) utiliza a abordagem bayesiana para avaliar a credibilidade nos Planos Cruzado e Collor e conclui que havia baixa credibilidade, nessas duas experiências de estabilização, do lado monetário, mas elevada credibilidade do lado fiscal, com a ressalva da limitação do teste, uma vez que o crescimento não explosivo da dívida pública estava relacionado à senhoriagem e não a um regime fiscal estabilizante.

Arbex e Fonte (1999) estimam a credibilidade a partir do modelo de Drazen e Masson (1994), analisando a relação entre diferencial de juros e desemprego. Um cenário em que o maior desemprego está associado a maior diferencial de juros é de menor credibilidade. A análise sugere que a política foi crível no início do Real, entre junho de 1994 e junho de 1996, e não crível a partir daí até julho de 1998.

¹³ Para resenha de literatura empírica, ver Rocha (1995).

3. Consolidação da resenha teórica

As crises cambiais ocorrem em economias com regime de câmbio fixo ou em seus variantes diante de ataques especulativos e, tipicamente, causam grande instabilidade no mercado. A justificativa básica para os ataques especulativos é a inconsistência da política econômica à disciplina demandada pelo regime de câmbio fixo, como descontrole fiscal ou excesso de garantias governamentais aos bancos, causando a deterioração dos fundamentos até o colapso do regime.

Os ataques especulativos têm uma virulência típica que pode ser explicada por uma simultânea crise bancária, com canais de retroalimentação entre crise bancária e cambial, e também pelo efeito manada, que decorre de imperfeições do mercado relacionadas ao custo da informação.

Mas ataques especulativos não necessariamente causam crises cambiais. Isso porque o governo pode defender o regime com elevação das taxas de juros, se se deparar com uma relação custo-benefício de defesa satisfatória, sendo o custo relacionado ao impacto real e financeiro das taxas de juros mais altas e o benefício, basicamente, à manutenção da inflação baixa e ao cumprimento de um compromisso. Há, portanto, não linearidade no comportamento do governo, que pode sair de uma posição de defesa para não defesa em função de incentivos suficientes para isso.

Há assimetria de informações. Os agentes não conhecem o valor da função perda que levaria o governo a desvalorizar e este não observa as intenções dos agentes, resumida na expectativa de desvalorização cambial ou, alternativamente, na probabilidade atribuída à desvalorização. Configura-se, portanto, um jogo entre as duas partes, ambas otimizadoras. O governo minimizando sua função-perda, que estabelece a relação custo-benefício de defender o regime, e os especuladores maximizando o lucro, dado pela diferença entre a expectativa de ganho com a desvalorização e custo da taxa de juros mais elevada no caso de defesa do ataque.

As variáveis envolvidas na decisão do governo de manter ou não o regime contidas na função-perda são consideradas pelos agentes na decisão de ataque. O agentes avaliam se o patamar atingido pelas variáveis justifica esperar um desequilíbrio futuro da relação

custo-benefício diante de um eventual ataque, de forma que o banco central não defenderia o regime, permitindo a depreciação cambial.

Os agentes não observam, portanto, apenas a deterioração dos fundamentos, como o déficit externo se ampliando, o câmbio ficando mais apreciado e as reservas declinando, mas também a situação em que se encontra a economia, como atividade econômica muito deprimida, juros elevados, desemprego alto, déficit público persistente, etc.

As expectativas dos agentes são definidas basicamente pelo desempenho geral dos fundamentos, por choques estocásticos relacionados ou não aos fundamentos e pelo comportamento passado da autoridade monetária, que define sua reputação. Com o deslocamento das expectativas de desvalorização, os agentes saem de um movimento de não ataque para o de ataque. Há portanto não linearidade também no comportamento dos agentes.

As expectativas de desvalorização influem e são influenciadas pelo valor da função-perda do governo. Dado que os agentes são *forward looking*, essa relação circular e a não linearidade do comportamento de um dos agentes abrem o caminho para o resultado de equilíbrio múltiplo. Há o equilíbrio em que não há ataque ou crise cambial e o equilíbrio em que ambos ocorrem. A idéia é que se os agentes acreditam que o governo não conseguirá manter o regime diante do ataque, eles elevam as expectativas de desvalorização, o que desequilibra a relação custo-benefício, tal que o governo é levado a desvalorizar ou abrir mão do regime cambial. Assim, no caso de um ataque bem-sucedido, a economia sai do equilíbrio sem ataque para o com ataque, configurando-se uma profecia auto-realizável.

Mas um fator pode afastar o resultado de equilíbrio múltiplo, que é a manipulação de mercado por um grande jogador. Esse torna a economia mais vulnerável a ataques, dispensando grande inconsistência dos fundamentos e levando a economia à crise cambial, que é o único equilíbrio. A presença do grande especulador dispensa a necessidade de coordenação dos agentes, mas com a ressalva de que essa possibilidade é limitada, uma vez que os agentes passam a observar as posições do grande especulador após um primeiro ataque bem sucedido, minando a possibilidade de futura manipulação.

A mudança da expectativa de desvalorização pode ser consequência da deterioração marginal dos fundamentos, no caso do valor da função-perda estar próximo do limite que levaria o governo a desvalorizar o câmbio, e de manchas solares ou choques.

Também pode-se alternativamente considerar o efeito de contágio como o gatilho da mudança. Apesar da possibilidade de ocorrência de manchas solares e contágio, é necessário que haja algum tipo de inconsistência nos fundamentos que torne a economia suscetível a esses elementos. A idéia é que existe uma “zona de ataque”, em que a economia fica vulnerável a profecias auto-realizáveis e contágio.

Os ataques envolvem custos aos especuladores, como o custo da taxa de juros mais alta ou a perda de competitividade das carteiras de investimentos, no caso de um ataque malsucedido. Dessa forma, os agentes só atacam se realmente houver motivos por parte dos fundamentos. Isso significa que os ataques não são movimentos freqüentes e não são meros instrumentos para os agentes descobrirem o compromisso ou a função-perda do governo.

Há um tipo de imperfeição de mercado que elimina a existência da zona de ataque, que é a incerteza dos agentes, individualmente, em relação às crenças dos demais quanto à vulnerabilidade da economia. Os agentes não sabem quando ocorrerá o ataque, pois as informações não são igualmente avaliadas por todos. Essa incerteza exigiria a coordenação dos agentes para o ataque, ao contrário dos modelos tradicionais que assumem a coincidência das crenças entre os especuladores, dispensando a necessidade de coordenação.

Mesmo avaliando que os fundamentos estão ruins, se o especulador acreditar que sua posição é isolada, ele não atacará, contrariando sua convicção quanto à sustentabilidade do regime, pois o ataque precipitado envolve custos. O mesmo ocorre no sentido contrário, em que o agente não considera os fundamentos ruins, mas ataca por acreditar que o restante do mercado não compartilha de sua opinião. O resultado é que há apenas um nível crítico dos fundamentos, acima do qual um ataque especulativo desencadeia uma crise cambial. Há uma proporção mínima de especuladores necessária para forçar o governo a abandonar o regime cambial, sendo que quanto piores os fundamentos, menor essa proporção. Quando o governo observa um volume suficientemente elevado de movimento de ataque, opta pela desvalorização.

Quando os fundamentos estão muito deteriorados, a defesa do regime cambial com a elevação dos juros pode ter alguma eficácia no curto prazo, mas não no longo prazo se nada for feito para efetivamente recuperar a consistência do regime cambial. Nesse caso, a defesa do câmbio apenas permite ao governo adiar o colapso, mas não evitá-lo, não sendo, portanto, justificada essa estratégia, exceto se o governo acreditar em boas

notícias futuras que revertam as expectativas dos agentes e abortem a pressão especulativa ou, alternativamente, que o ataque seja transitório. O motivo é que os agentes sabem que a elevação dos juros aumenta a inconsistência dos fundamentos ao câmbio fixo e eleva o custo de manter o regime. Com o tempo, um volume crescente de especuladores passa a observar a inconsistência, configurando uma coordenação para o ataque. Um eventual ataque malsucedido apenas alimentará ataques futuros, produzindo uma pressão perene ao regime, até o seu colapso. Portanto, a defesa não deve se resumir à elevação dos juros, devendo-se adicionar medidas de recuperação efetiva dos fundamentos ou, pelo menos, a sinalização dessa disposição. Se esse for o caso, ataques futuros serão abortados, assim como um eventual contágio de crise externa.

Um outra forma de colocar esse argumento é considerar a questão da credibilidade do regime de câmbio fixo, que engloba a questão da credibilidade do governo e da política econômica. Quando o governo decide manter o regime, ele está investindo na construção de sua reputação, reduzindo o problema da inconsistência temporal. Mas isso não garante a credibilidade geral do regime cambial, pois a cada defesa pode-se estar elevando o custo de manter o regime, reduzindo a credibilidade da política econômica. É o caso, por exemplo, da elevação dos juros não ser acompanhada de um ajuste fiscal que neutralize seu impacto perverso nas contas públicas. Nesse caso, os agentes mantêm a pressão especulativa até o governo ceder, pois reconhecem a inconsistência do programa econômico. Ao perseguir um perfil conservador, a autoridade pode enfraquecer a credibilidade geral do câmbio fixo, em função da falta de consistência interna do regime.

Se não há credibilidade o suficiente, tal que o risco do ataque ser malsucedido é baixo, ocorre o ataque. Se os agentes acham que o governo tem como elevar mais os juros e deseja fazê-lo, não atacam, pois assim evitam a perda incorrida num ataque malsucedido. Diante de uma nova informação, como a deterioração dos fundamentos ou ocorrência de um choque adverso, reavaliam a credibilidade do regime e a posição de ataque. Se o regime tiver credibilidade, o choque não conseguirá desencadear o ataque, caso contrário, a economia irá se deslocar para o equilíbrio com ataque e crise cambial.

Diante das incertezas inerentes ao mercado, ao compromisso da autoridade monetária com o regime cambial e ao deslocamento das expectativas dos agentes, fatores estes que abrem espaço para profecias auto-realizáveis, os ataques especulativos e as crises cambiais não são plenamente previsíveis. Mas, como discutido por Furman e Stiglitz

(1998), a imprevisibilidade de ataques especulativos não está apenas associada à existência de equilíbrio múltiplo, mas também à própria variedade de fenômenos de crise entre os países, com diferentes causas e conseqüências.

Outra consideração é que, em função dessas incertezas e de imperfeições de mercado, é possível que regimes instáveis consigam sobreviver por bastante tempo, em função das diferenças de opiniões entre os agentes e dos custos associados a uma posição adiantada de ataque.

Empiricamente, pode-se avaliar a probabilidade de um país sofrer um ataque, mas é praticamente impossível determinar o intervalo de tempo para que isso ocorra. A constatação de políticas inconsistentes e a indicação de elevado custo para manter o regime *vis-à-vis* seu benefício referem-se ao componente previsível do ataque. O componente imprevisível é fruto dessas incertezas acompanhadas de pânico financeiro causado pelo efeito manada e contágio financeiro.

CRITÉRIOS PARA CARACTERIZAÇÃO DO REGIME DE POLÍTICA ECONÔMICA

1. Definição de regime de política econômica

O ponto de partida de comparação das experiências dos países é a caracterização do regime de política econômica. Dependendo do regime, diferentes são as restrições impostas na condução da política econômica como um todo e, assim, diferentes também são os graus de vulnerabilidade a ataques especulativos e a crises cambiais. A resposta dos países aos ataques também é condicionada pelo regime de política econômica, o qual influencia a combinação da política econômica nos três instrumentos convencionais, cambial, fiscal e monetário, podendo, novamente, aumentar ou não a vulnerabilidade a novos ataques.

A definição de regime de política econômica utilizada baseia-se na definição de regime monetário proposta por Bordo e Capie (1993), por ser ampla e admitir uma certa flexibilidade que possibilita a análise e comparação dos países. A definição de regime monetário é o conjunto de arranjos que governam o sistema monetário, incluindo o arcabouço institucional e as políticas conduzidas, e ainda as expectativas dos agentes com relação ao próprio arranjo em termos da sua operacionalidade e do seu possível impacto.

Segundo esses autores, a estabilidade de um regime monetário depende de sua consistência interna. Para tanto, as políticas monetária, fiscal e cambial devem ser compatíveis entre si, gerando credibilidade aos agentes quanto à combinação das políticas conduzidas. A falta de consistência interna pode levar à ruptura do regime. Porém, é possível que um regime seja instável e sobreviva apenas em função de um ambiente particularmente favorável. Cabe, portanto, na caracterização de um regime, verificar quais as condições que garantem sua estabilidade ou durabilidade, sua consistência interna ou condições externas favoráveis.

Baseado no exposto acima, pode-se afirmar que uma caracterização completa do regime monetário pressupõe discutir os constrangimentos impostos pelos regimes cambial e fiscal à condução da política monetária.

Apesar dessa definição de regime monetário ser bastante ampla, ela ainda não é suficiente para o propósito deste trabalho, uma vez que o objeto de estudo é a vulnerabilidade das economias a ataques especulativos e crises cambiais, o que demanda a incorporação da própria análise dos regimes cambial e fiscal e não apenas as restrições por eles impostas à política monetária. Além disso, a discussão desloca-se para uma maior ênfase ao regime cambial, e não ao regime monetário.

Assim, acrescentando novos elementos à definição de Bordo e Capie (1993), define-se regime de política econômica como o conjunto de regras, procedimentos e arranjos que regulam a condução da política econômica de um país, no que se refere aos regimes monetário, fiscal e cambial, considerando suas especificidades, as restrições impostas mutuamente e as expectativas dos agentes quanto ao seu impacto e à sua consistência interna. O regime é denominado estável ou instável, dependendo da existência ou não de consistência interna, respectivamente.

O regime cambial é definido a partir de duas considerações. A primeira diz respeito ao mecanismo de determinação da taxa de câmbio, no caso, se o sistema é de câmbio fixo ou flexível, ou um intermediário. A segunda refere-se ao grau de abertura da economia ao fluxo de capital financeiro internacional. Diferentes graus de flexibilidade cambial e de abertura implicam diferentes processos de ajuste da economia ao equilíbrio.

Também são consideradas as conseqüências do processo de abertura financeira e se a utilização da regra cambial é remota ou mais recente, neste último caso implicando um ciclo de prosperidade e depressão típico do início dos planos de estabilização de âncora cambial. São aspectos importantes na avaliação da vulnerabilidade de um país a ataques especulativos.

No que se refere à política monetária, dependendo do regime cambial adotado, há diferentes implicações sobre o comportamento da moeda em relação ao grau de endogeneidade. Quanto maior o grau de abertura e mais próximo o sistema estiver do câmbio fixo, maior a endogeneidade, o que impõe restrições à condução da política monetária do banco central, seja para controlar a moeda, conduzir política contracíclica ou recolher senhoriagem.

Entende-se por regime fiscal as normas e procedimentos que capacitam ou não o governo a manter o controle das contas públicas intertemporalmente, de forma a evitar

pressões inflacionárias, gerando expectativas favoráveis dos agentes quanto a esta possibilidade.

Um regime fiscal pode ser “estabilizante” ou “instabilizante”. O regime é estabilizante quando sinaliza para os agentes a possibilidade de manter a trajetória dos preços estável, gerando expectativas de inflação baixa. No regime instabilizante, os agentes verificam os desequilíbrios fiscais persistentes e passam a esperar a monetização futura do déficit público, em função de restrições impostas ao crescimento da dívida pública. Consequentemente, os agentes antecipam taxas de inflação mais elevadas, independente de arranjos institucionais de autonomia do banco central ou de compromissos da autoridade monetária de não inflacionar a economia.

Quanto à definição de regime monetário, ela é dada pelos arranjos monetários que condicionam a política monetária, avaliados pelo instrumento de política utilizado, pela existência ou não de regras ou metas monetárias condicionando a criação de moeda, além de considerações gerais complementares sobre questões institucionais, como independência do banco central, e sobre a presença ou não de indexação na economia.

2. Regime cambial

Na caracterização do regime cambial são levados em consideração o mecanismo de determinação da taxa de câmbio e o grau de abertura da economia ao fluxo de capitais.¹

No regime de câmbio fixo, a criação de moeda torna-se endógena, assim como em seus variantes, com a variação do estoque de moeda sendo condicionada pela variação do estoque de reservas internacionais do banco central. Mas a moeda endógena não necessariamente impede o controle monetário. Se a economia não tiver abertura plena, é possível o controle da moeda, mas no curto prazo. Essa é uma possível justificativa para a utilização de controles sobre os capitais, ou seja, a busca da recuperação do instrumento monetário. No longo prazo, mantém-se o resultado de endogeneidade da moeda.

A endogeneidade da moeda elimina a eficácia da política monetária para atuar sobre o ciclo econômico. Em princípio, cabe à política fiscal esse papel. Além disso, a endogeneidade impede o financiamento monetário do déficit público. Por outro lado,

¹ A análise sobre regime cambial e grau de mobilidade de capitais é baseada em Latif (1995).

a disciplina fiscal é condição necessária para a manutenção do regime de câmbio fixo. O câmbio fixo associado ao desequilíbrio fiscal persistente torna a economia vulnerável a ataques especulativos.

Em contrapartida, o câmbio fixo constitui uma estratégia de estabilização de preços, pela criação da âncora cambial. A inflação tenderá para o nível da inflação mundial, sendo que quanto mais aberta a economia, maior a rapidez da convergência. Em termos estáticos, a maior participação de bens *tradable* na economia garante a âncora nos preços. Dinamicamente, não havendo política de mercado aberto, o mecanismo automático de ajuste do câmbio fixo exerce esse papel. Se o país está com pressão inflacionária, o déficit externo causa perda de reservas internacionais e contração monetária, fazendo a inflação cair.

Entretanto, é possível incentivar o influxo de capitais e reverter a perda de reservas por meio da manutenção das taxas de juros acima do nível mundial, quando a mobilidade de capitais não é perfeita. Para tanto, as políticas de esterilização devem enxugar o excesso de liquidez da economia causada pelo acúmulo de reservas, impedindo a convergência dos juros domésticos para o patamar internacional. No curto ou médio prazo, o banco central detém, portanto, o controle da moeda via o controle das reservas. Porém, essa é uma política com eficácia limitada, uma vez que eleva a vulnerabilidade da economia a ataques especulativos ao gerar a inconsistência dos fundamentos. De certa forma, essa é uma manifestação da propriedade de endogeneidade da moeda.

É possível garantir o mecanismo de ajuste automático, adotando plena convertibilidade da moeda em seu lastro e eliminando a possibilidade de conduzir políticas de esterilização, o que caracteriza o *currency board*. Nesse regime, vale, portanto, o resultado de endogeneidade da moeda já no curto prazo.

Outra especificidade do câmbio fixo, considerando a mobilidade imperfeita de capitais, é que ele, ao contrário do câmbio flexível, exige maior controle sobre as taxas de juros diante de desequilíbrios nas contas externas, uma vez que não há espaço para o ajuste da taxa de câmbio. No câmbio flexível, desequilíbrios externos causam ajustes automáticos do câmbio, ficando as taxas de juros menos pressionadas, aumentando o grau de liberdade da política monetária.

Por outro lado, num ambiente estável, pode-se esperar menor volatilidade da taxa de juros no câmbio fixo em relação ao observado no câmbio flexível, uma vez que a

flutuação cambial é fonte de oscilação dos juros. Havendo incertezas quanto à sustentabilidade do regime de câmbio fixo, esse resultado não é mais válido, pois as taxas de juros passam a incorporar as expectativas de desvalorização cambial dos agentes pela regra de paridade descoberta das taxas de juros.

No câmbio flexível, a moeda é exógena e, *ceteris paribus*, a política monetária é eficaz para atuar no ciclo econômico. Também abre-se espaço para o financiamento monetário do déficit público, o que recomenda que o regime esteja associado a uma âncora monetária para garantir a estabilidade de preços.

O regime de câmbio flexível também sofre as conseqüências de um regime fiscal instabilizante, mas de forma diferenciada, conforme Tornell e Velasco (1995). No câmbio flexível, o desequilíbrio fiscal presente implica automaticamente a depreciação cambial e inflação mais elevada no presente também, sendo o impacto do déficit público persistente intertemporalmente distribuído. No câmbio fixo, o desequilíbrio fiscal sistemático implica a ruptura do regime, no futuro, de forma traumática com a crise cambial, ficando a imagem equivocada que o câmbio fixo impõe mais restrições ao regime fiscal. As restrições ocorrem nos dois casos, a diferença é que no câmbio fixo a ruptura não é automática e é mais traumática, enquanto que o câmbio flexível vai se inviabilizando paulatinamente, ao exigir maior participação do banco central no mercado cambial para conter as oscilações do câmbio.

A discussão deste trabalho não está focada nas diferenças entre o câmbio fixo e o flexível, mas sim nas possíveis conseqüências dos diferentes graus de flexibilidade das regras cambiais sobre os regimes de política econômica dos países, sendo que a distinção entre câmbio fixo e flexível contribui para explorar esta questão.

Quanto maior a flexibilidade cambial, maior é o espaço para o controle monetário e também para o financiamento do déficit público. Isso significa que a disciplina monetária e fiscal não necessita ser tão rígida nos regimes mais flexíveis, caso o país aceite uma inflação maior que a internacional. Mas isso não significa que o país pode prescindir dessa disciplina, pois mantém-se o resultado de uma possível ruptura do regime diante da aceleração das desvalorizações por conta do financiamento monetário do déficit ou de uma crise cambial ante a apreciação do câmbio.

Uma vez que o objetivo da tese é verificar a vulnerabilidade das economias a ataques especulativos ou pressões cambiais mais acentuadas e não exatamente analisar a

capacidade dos países de garantir a estabilidade de preços, resumidamente é afirmado que regimes com maior flexibilidade cambial impõem menores restrições à política fiscal para sua manutenção.

Há um conflito entre flexibilidade cambial e inflação. A maior flexibilidade da regra cambial recomenda a criação de mecanismos que garantam a disciplina monetária, para que seja evitada a inflação mais elevada e a convergência para o equilíbrio discricionário, ameaçando sua sustentabilidade.

As bandas cambiais com largura constante têm uma diferença sutil em relação ao câmbio fixo, principalmente porque, em princípio, seu intervalo de oscilação não deve ser muito amplo, o que descaracterizaria o regime cambial. Já as bandas cambiais com possibilidade de ajustes freqüentes no intervalo de oscilação impõem menos restrições. Se, nesse caso, os ajustes cambiais forem previsíveis ou preanunciados, caracteriza-se o regime de *crawling peg*, que está associado a maiores restrições, mas, obviamente, menos do que o câmbio fixo.

Bertola e Caballero (1992) consideram um modelo de bandas cambiais não fixas, sendo que, diante da evolução dos fundamentos e da taxa de câmbio no mercado, há duas opções, defender a banda ou alterá-la, sendo que a probabilidade de desvalorização se reduz com o bom desempenho dos fundamentos. Assim, no longo prazo, a flexibilidade desse regime cambial pode garantir sua sustentabilidade. Mas essa última só é de fato garantida se a prioridade da política econômica for manter o regime cambial, tal que seus instrumentos sejam direcionados para isso, aceitando os custos de curto prazo associados às exigências impostas pelo regime cambial.

Em relação ao comportamento das taxas de juros, em condições normais a maior flexibilidade cambial está associada a juros mais elevados para compensar a taxa de desvalorização embutida. Num ambiente de incerteza, esse resultado não está garantido, diante da expectativa de desvalorização cambial dos agentes embutida na regra de paridade das taxas de juros.

3. Planos de estabilização com âncora cambial

Tipicamente, os planos de estabilização baseados em âncora cambial produzem um ciclo de prosperidade e recessão na atividade econômica. Calvo e Végh (1993) mostram que a redução anunciada do ritmo de desvalorizações cambiais causa uma redução da taxa nominal de juros pela paridade descoberta e, dependendo do plano de

estabilização ter ou não credibilidade, diferentes são os impactos sobre a atividade econômica e, conseqüentemente, sobre as contas externas.

Havendo credibilidade plena, a taxa de juros mais baixa não causa impacto no consumo e a inflação cai instantaneamente sem custos reais para a economia. Não se configura, nesse caso, o ciclo de prosperidade e recessão. Porém, os autores ponderam que um eventual processo substituição de moeda estrangeira por moeda doméstica produz um efeito riqueza que estimula o consumo.

Não havendo plena credibilidade, os agentes acreditam que a redução da taxa de desvalorização cambial é temporária e que, futuramente, a desvalorização voltará ao patamar normal. Assim, a queda da taxa nominal de juros é acompanhada pelo aumento do consumo e do déficit em transações correntes. A inflação, num primeiro momento, cai rapidamente, mas em menor velocidade do que no caso do plano com credibilidade, e, posteriormente, volta a subir, causando a contínua apreciação da taxa real de câmbio. Assim, o consumo de bens *non-tradable* passa a se reduzir ao longo do tempo, ficando abaixo do patamar pré estabilização, o que caracteriza a fase de recessão do ciclo.

Além do efeito substituição intertemporal do consumo em função da queda da taxa de juros, é possível considerar, segundo Helpman e Razin (1987), que a elevação do consumo pode decorrer da apreciação não-antecipada da taxa real de câmbio, que causa um efeito riqueza diante do aumento do valor real dos ativos, como o estoque de moeda. Dessa forma, o aumento do consumo na primeira etapa do ciclo não é necessariamente evidência de falta de credibilidade do plano de estabilização.

Em relação ao comportamento da taxa de juros, não é claro nas experiências de muitos países a sua queda após a estabilização. Uma explicação é dada por Calvo e Végh (1993), que discutem que, se o país busca o controle monetário num contexto de utilização de controle de capitais, o aumento da demanda de bens e de moeda na estabilização requer a elevação da taxa de juros. A taxa de juros também pode ser mais elevada diante de baixa confiança na política fiscal do programa econômico. Mas deve-se ponderar, entretanto, que a elevação de juros pode não impedir o aquecimento econômico, por exemplo, devido ao efeito riqueza considerado em Helpman e Razin (1987).

Concluindo, planos de estabilização de âncora cambial causam naturalmente um ciclo de prosperidade e depressão na economia, o qual recomenda maior cautela na

condução da política econômica para amenizá-lo. O objetivo é impedir inconsistências nos fundamentos que abrem espaço para futuros ataques especulativos. A menor credibilidade do plano potencializa o ciclo. Nesse caso, é importante associar à fixação ou predeterminação da trajetória do câmbio uma âncora monetária para suavizar a elevação do consumo.

A análise sugere que o regime de câmbio fixo inserido num contexto inicial de combate à inflação exige maior disciplina fiscal e monetária para reduzir a vulnerabilidade do país a crises cambiais, ao contrário de um regime adotado num país com inflação já convergente em que o ciclo já foi superado ou é menos intenso, a cada novo anúncio de redução do ritmo de desvalorização cambial, em função do paulatino ganho de credibilidade e da menor intensidade do efeito riqueza.

4. Processo de abertura ao fluxo de capitais internacionais

Segundo Edwards (1998b), o processo de abertura financeira gera um ajuste dinâmico no influxo de capitais caracterizado pelo *overshooting* no curto prazo. Conseqüentemente, a taxa real de câmbio primeiro se aprecia rapidamente, para depois se depreciar lentamente com a redução posterior do influxo. O impacto sobre a taxa real de câmbio independe do regime cambial adotado. A diferença reside no mecanismo de ajuste, pois no câmbio flexível é a taxa nominal de câmbio que se altera.

A rápida apreciação faz parte da trajetória de equilíbrio da taxa de câmbio. Porém, no câmbio fixo, principalmente com rigidez de salários e preços, podem ocorrer dificuldades para que a posterior depreciação ocorra de forma não traumática. Nesse caso, a ocorrência de choques torna improvável uma correção suave do câmbio em função da vulnerabilidade a ataques especulativos.

A intensidade da apreciação cambial depende do maior volume do influxo de capitais e da maior resposta da demanda de bens *non-tradable* em relação à sua oferta. Fatores como a deficiência regulatória do sistema financeiro, o problema de *moral hazard* diante da expectativa de socorro governamental às instituições financeiras, a estabilização de preços e “bolhas” de consumo² podem potencializar o *overshooting*. No regime de câmbio fixo, a estabilidade cambial também é um fator concorrente que incentiva o influxo de capitais, pois reduz a incerteza de remuneração dos ativos.

² O consumo de bens de consumo durável e de capital tende a apresentar crescimento acentuado se o país estiver saindo de uma situação de restrição ao crédito a partir da abertura financeira.

Se o aumento do influxo de capitais vier a financiar a expansão e melhoria da capacidade produtiva do país, gerando apreciação da taxa real de câmbio de equilíbrio,³ reduz-se a defasagem cambial. Portanto, como discutido por Milesi-Ferreti e Razin (1996), uma economia com fundamentos sólidos que incentivam o investimento direto estrangeiro sofre um menor atraso cambial no *overshooting* do câmbio, deixando o país menos vulnerável a ataques.

Há aspectos positivos na abertura financeira. Ela propicia a suavização do consumo intertemporalmente e a elevação da capacidade produtiva e até pode contribuir para uma maior confiança dos investidores internacionais quanto ao compromisso do país com políticas econômicas sustentáveis. Além disso, proporciona ganhos de eficiência, com novas oportunidades de investimento e diversificação de riscos. Porém, diante da possibilidade de aquecimento excessivo da economia e das perversas conseqüências sobre a saúde do setor bancário, justifica-se a utilização de controles sobre os capitais. O argumento clássico, como discutido em Dooley (1996), é o de solução segunda-melhor para mitigar o efeito de outras distorções, como falhas no mercado de capitais doméstico que encorajam investimentos ineficientes e consumo, além da possibilidade do equilíbrio instável dos modelos de profecia auto-realizável.

Entretanto, os controles têm eficácia pequena e temporária, ainda mais num mercado financeiro internacional integrado, pois os agentes buscam formas de burlar as regras impostas diante de incentivos suficientes. Assim, o grau de abertura financeira de um país teria um componente endógeno, fruto dos diferenciais de retorno e risco entre os países.

Além disso, como discutido em Hernández e Schmidt-Hebel (1999), há custos potenciais associados aos controles de capitais, como segmentação do mercado, desintermediação financeira, busca de brechas levando a formas não eficientes de financiamento, menor investimento e menor crescimento. Esses custos dependem da taxa de juros doméstica se manter mais elevada, devido à adoção dos controles.

Concluindo, a análise sugere que a abertura financeira deve ser precedida de fortalecimento da estrutura regulatória e de supervisão do sistema financeiro, para evitar um endividamento externo muito rápido e acentuado (*overborrowing*) que amplie o *overshooting* da apreciação cambial. Na ausência desse pré-requisito, uma

³ Não há uma definição única para taxa real de câmbio de equilíbrio. De forma geral, é a taxa que equilibra os mercados de bens *tradable* e *non-tradable*. Esse ponto é discutido com mais detalhe no capítulo 4.

opção é a utilização de controles de capitais, como uma solução segunda-melhor. Porém, é improvável que os controles possam evitar ataques especulativos diante de fundamentos inconsistentes, pois são soluções provisórias e que envolvem custos. Trata-se de uma política complementar, que não deve substituir a regulamentação prudencial do sistema financeiro e a condução prudente da política econômica. O ideal é, paulatinamente, resolver as distorções que levaram à adoção dos controles.

5. Regime monetário

Na caracterização do regime monetário, são considerados, primeiro, a existência de mecanismos formais ou informais que fortaleçam o controle monetário e, segundo, as decisões de política monetária em si.

No primeiro caso, os mecanismos podem ser o compromisso com regras monetárias, conforme o debate de regras *versus* poder discricionário discutido na resenha sobre credibilidade, ou a instituição de arranjos que limitam o poder discricionário do banco central, como as metas de inflação. Adicionalmente, é possível instituir a independência da autoridade monetária como mecanismo institucional para melhorar o resultado de equilíbrio discricionário de uma autoridade de perfil conservador.

Mesmo no caso da paralela adoção de regras ou metas de inflação, dados os custos envolvidos em seu atendimento, é necessário que a capacidade e habilidade do banco central de conduzir a política monetária seja preservada, sendo importante garantir a independência do banco central, para afastar pressões externas à condução da política monetária. A independência deve ser política, mas acima de tudo técnica, o que significa que o banco central deve ser dotado de instrumentos eficazes de política monetária.

As regras monetárias não são exatamente o foco desta análise, uma vez que elas não foram adotadas nos países estudados, vigorando a própria regra cambial.

Como discutido em Bernanke *et alli* (1999), as metas de inflação não constituem uma regra monetária, mas sim uma estratégia de condução da política monetária que restringe o poder discricionário do banco central. Não são estabelecidas metas intermediárias, mas apenas determinado que o banco central deve atendê-las sob qualquer hipótese.

O arranjo é caracterizado pelo anúncio do banco central de metas quantitativas para a inflação, o que proporciona maior transparência na condução da política monetária.

As metas de inflação estabelecem um objetivo final de longo prazo para a política monetária e, assim, possibilitam uma âncora para as expectativas inflacionárias. Dessa forma, o sistema contribui para o ganho de credibilidade associado ao compromisso com a estabilização de preços. Em alguns casos, não atendido o compromisso, o banco central deve prestar contas ao Poder Legislativo (*accountability*).

As metas de inflação não constituem um instrumento de combate à inflação crônica muito elevada, mas são um instrumento efetivo diante de inflações moderadas. Nesse caso, devido à maior incerteza, utiliza-se uma faixa de variação da inflação como meta (*range target*), em vez de uma taxa única (*point target*). Mas há um conflito entre a precisão da meta e a credibilidade, pois a maior flexibilidade pode levar os agentes a acreditarem que o banco central só adotará medidas mais conservadoras quando a inflação atingir o limite superior da meta. Além da utilização de *target range*, em economias não estabilizadas, o horizonte das metas deve ser mais restrito e com velocidade de convergência mais lenta, para não se inviabilizar o seu cumprimento.

Em princípio, a eficácia no atendimento às metas depende do conhecimento dos mecanismos de transmissão da moeda e de modelos para prever a inflação, além de informações relevantes para monitorar a economia. Em países emergentes, que têm canais mais difusos, devido a reformas mais recentes, rigidez de preços e sistema financeiro menos desenvolvido, esse conhecimento é prejudicado, mas não constitui um impeditivo para a adoção das metas.

É importante ressaltar que, qualquer que seja o regime de política econômica, é necessário que haja ausência de conflito entre objetivos de política. Caso contrário, as metas de inflação sofrerão com a falta de credibilidade. Diante de um conflito, o governo deve resolvê-lo priorizando as metas de inflação.

O segundo elemento analisado para a caracterização do regime monetário são as decisões de política monetária frente ao comportamento das variáveis macroeconômicas e à ocorrência de choques externos, dados os constrangimentos impostos pelos regimes fiscal e cambial. No contexto de câmbio fixo, avalia-se se a condução da política monetária é compatível ao regime e às reações de política diante de ataques especulativos.

É importante destacar que, não havendo arranjos monetários que disciplinem a criação de moeda, a política monetária terá que ser mais conservadora para convencer os

agentes quanto à estabilidade do regime monetário e à ausência de um viés inflacionário na economia.

Adicionalmente, é considerada a influência da indexação na economia. A indexação torna a curva de oferta agregada mais inclinada e, conseqüentemente, torna o impacto de choques monetários e reais nos preços potencialmente maior. É um fator que insere instabilidade na economia e que exige, portanto, maior disciplina fiscal e monetária. Nesse sentido, a indexação deve estar inserida num contexto mais amplo de estabilização de preços, apenas com o papel de reduzir o custo da inflação sobre o sistema econômico, enquanto o objetivo de estabilização não é plenamente atingido. Numa economia com inflação convergente, a indexação, em princípio, não gera realimentação inflacionária, conforme Fisher (1983).

6. Regime fiscal

A justificativa básica para a importância da disciplina fiscal na estabilidade monetária recorre à aritmética desagradável de Sargent e Wallace (1981), que discutem a existência limites para o crescimento da dívida pública diante da recusa dos agentes em continuar financiando desequilíbrios fiscais permanentes, gerando a monetização do déficit público. Alguns fatores encurtam o limite de crescimento da dívida, como taxas de juros elevadas, taxas de crescimento econômico baixas e déficit primário elevado. O resultado inflacionário independe da existência de arranjos monetários que disciplinem a criação de moeda ou de independência do banco central. São elementos que apenas adiam o inevitável resultado inflacionário, prevalecendo o domínio da política fiscal sobre o processo de criação de moeda.

O elemento expectativas é fundamental. Os agentes julgam a política fiscal conduzida e formam expectativas sobre sua consistência. Se os agentes acreditarem na instabilidade do regime fiscal, ainda que o governo esteja respeitando a restrição orçamentária intertemporal, isso será suficiente para instabilizar o regime, configurando uma profecia auto-realizável com inflação mais alta. Os agentes passam a não mais demandar títulos públicos, levando ao resultado de monetização do déficit e à inflação. Portanto, a avaliação de um regime fiscal não deve se limitar à análise do comportamento das variáveis fiscais, pois déficit e dívida pública em patamares baixos não garantem necessariamente um regime fiscal estabilizante. É necessário também avaliar as expectativas dos agentes ou da credibilidade do governo, o que torna essa tarefa complexa.

Há variáveis que podem contribuir para revelar as expectativas dos agentes. Uma possibilidade é avaliar a maturidade da dívida pública, cuja redução reflete a perda de credibilidade do governo. Pode-se considerar também outras variáveis que indiquem, ainda que de forma incompleta, o grau de eficiência da política fiscal, que, por sua vez, contribui para sinalizar a solvência intertemporal do setor público. A má alocação dos gastos públicos implica dificuldades futuras para honrar a dívida pública, acelerando os resultados da aritmética desagradável.

Polackova (1999) avalia um outro problema nas análises baseadas apenas nas variáveis fiscais convencionais. Elas desconsideram a importância da previsibilidade de gastos, pois se concentram na mensuração de despesas explícitas diretas, definidas como aquelas previstas em lei ou contratos e com resultado previsível, como é o caso das despesas orçamentárias. Mas há outras categorias de despesa que deveriam ser consideradas, que são as despesas implícitas e contingentes. As despesas implícitas, ou não definidas por lei, decorrem de obrigação moral, seja por pressão pública ou de grupos de interesse, como o financiamento de um sistema previdenciário de repartição simples diante de envelhecimento da população. E as despesas contingentes diretas ou implícitas, são específicas a um certo evento imprevisível e podem ser definidas ou não por lei, como as garantias governamentais ou despesas decorrentes de acidentes naturais e de socorro a crises bancárias. Quanto maior a importância dessas outras despesas, maior o risco associado ao regime fiscal.⁴

Recentemente, essas despesas que aumentaram de importância com o volume crescente e a volatilidade de influxo de capital privado. Alguns fatores as potencializam, como a dependência no financiamento externo, a falta de transparência nas decisões do governo abrindo espaço para grupos de pressão e a deficiência do sistema regulatório e de fiscalização do sistema financeiro.

É crucial avaliar os riscos fiscais e, na ausência de informações específicas para os países, isso pode ser feito indiretamente. É possível considerar indicadores não convencionais, como o déficit público persistente e a dívida crescente nas esferas descentralizadas de governo, inclusive bancos oficiais e empresas estatais, indicando uma falha institucional na coordenação do setor público; o excesso de garantias formais ou informais do setor público, que potencialmente comprometem a disciplina fiscal futura com gastos de contingência, como no caso de socorro a bancos; e as

restrições impostas pela previdência social no sistema de repartição simples, que gera necessidade futura de financiamento do governo; etc.

É importante destacar que quanto mais instabilizante um regime fiscal, maior deve ser o esforço do governo para produzir o equilíbrio fiscal, de forma a melhorar as expectativas dos agentes quanto à capacidade do governo de recuperar o regime fiscal e evitar o potencial inflacionário de um regime instabilizante.

Apesar da importância do equilíbrio fiscal na sustentabilidade do regime de câmbio fixo, deve-se considerar que, diante de uma apreciação cambial muito elevada, o instrumento fiscal não é suficiente para recuperar a competitividade do país. Assim, outras medidas devem ser tomadas para incentivar ganhos de produtividade.

Uma última consideração é quanto ao papel da política fiscal na estabilização do ciclo econômico. Ao contrário da política monetária, a política fiscal não perde sua eficácia para atuar sobre o nível de produto da economia no câmbio fixo. Por exemplo, diante de um quadro recessivo, a autoridade fiscal poderá conduzir uma política expansionista. Haverá o aumento da demanda agregada e uma pressão para cima na taxa de juros. Essa elevação causará o influxo de capitais até a taxa de juros voltar ao patamar inicial, o que causará novo impulso à demanda agregada. Os parâmetros da economia irão definir a eficácia da política.

Se o regime fiscal for instabilizante, uma elevação do déficit público para amenizar um eventual desemprego pode ser interpretado como descontrole das contas públicas, levando os agentes a anteciparem uma inflação mais elevada no futuro ou o colapso do regime cambial. Conseqüentemente, não haverá influxo de capitais e a taxa de juros mais elevada apenas estará embutindo o maior prêmio de risco e a maior expectativa de desvalorização. O *crowding-out* do investimento privado poderá ser maior e no limite o aumento da demanda agregada anulado. Portanto, não é garantida a eficácia da política fiscal no câmbio fixo, especialmente numa conjuntura de fundamentos deteriorados.

⁴ Apenas para elucidar, são definidas duas categorias de despesas, explícitas e implícitas, sendo que cada uma delas pode ainda ser dividida em direta ou indireta. As avaliações convencionais dos gastos fiscais consideram apenas as despesas explícitas diretas.

CARACTERIZAÇÃO DOS REGIMES DE POLÍTICA ECONÔMICA DE CHILE, ARGENTINA E BRASIL

1. Apresentação

A caracterização do regime de política econômica dos países engloba a avaliação dos regimes monetário, cambial e fiscal. Havendo consistência entre esses regimes mutuamente, o regime de política econômica terá consistência interna, sinalizando estabilidade de expectativas aos agentes, tornando o regime mais durável, caso sua manutenção seja de interesse do governo.

A escolha de Chile e Argentina como referenciais de comparação com o Brasil é justificada por dois motivos principais. O primeiro e mais importante refere-se às diferenças dos regimes cambiais dos países em relação ao seu grau de flexibilidade. Enquanto a Argentina adota um regime bastante rígido, o regime chileno era mais flexível. O regime do Brasil encontrava-se numa posição intermediária. Dessa forma, é interessante comparar a performance desses países, à luz dessas diferenças, para uma maior compreensão da política econômica brasileira durante o Plano Real e, conseqüentemente, seu colapso.

O segundo motivo está relacionado a especificidades dos países. O Chile é paradigma latino-americano de reformas para modernização da economia e condução prudente da política econômica, constituindo um importante referencial de comparação para o Brasil. Já a Argentina é o principal parceiro comercial do Brasil na América Latina, sendo relevante uma maior compreensão de seu regime de política econômica.

O período utilizado para a caracterização do regime de política econômica difere entre os países, uma vez que é necessário comparar as experiências dos países sob um único regime. Assim, para o Chile, o período de análise é de 1991-98, pois em 1991 o país passou a adotar controles de capitais para conter o elevado influxo e a regra de ajuste do câmbio foi formalizada; para a Argentina é de 1991-98, pois o Plano Cavallo foi instituído no início de 1991; e para o Brasil, 1994-98, enquanto vigorou o Plano Real.

Antes de apresentar a análise dos regimes dos países, seguem alguns comentários gerais sobre os condicionantes do desempenho econômico da América Latina nas últimas duas décadas, visando apenas inserir a análise dos países num contexto mais geral, sem o intuito de oferecer uma análise econômica mais profunda da região.

A moratória do México em 1982 pôs fim a um período de rápido crescimento na América Latina, em função das restrições de liquidez externa que impuseram um rigoroso ajuste na política econômica, pela necessidade de gerar recursos para honrar os compromissos externos. A região tornou-se exportadora de recursos ao exterior, implicando sacrifícios ao crescimento econômico.

Na segunda metade da década de 1980, a América Latina se defrontou com três principais desafios: aumentar a poupança doméstica, reduzir a inflação e recuperar o crescimento econômico. O problema fiscal, ponto central do desequilíbrio macroeconômico, exigiu esforços para reduzir o déficit público, entretanto, com diferenças importantes entre as experiências dos países.

O ano de 1989 marcou uma inflexão no fluxo financeiro internacional e o início do Plano Brady de redução e renegociação da dívida externa.¹ Encerrou-se o ciclo de transferência líquida negativa de recursos, iniciado em 1982, e a entrada de recursos intensificou-se a partir de 1990-91.

Na década de 1990, a América Latina recuperou a estabilidade de preços perdida na década de 1980 e adotou um conjunto de reformas estruturais para modernizar a economia e reduzir a intervenção do Estado no sistema econômico. As mudanças mais profundas foram a abertura comercial e a liberalização financeira. Apesar de menos abrangente, também houve progresso na simplificação e modernização da estrutura tributária e nas privatizações.

As políticas de estabilização e as reformas econômicas conduzidas pelos países latino-americanos contribuíram para explicar a retomada dos influxos internacionais e a repatriação de capitais. Porém, Calvo *et alli* (1993) mostram que o influxo de capitais para a América Latina na década de 1990 foi motivado, principalmente, pela baixa taxa

¹ Em 1989, com o reconhecimento dos credores externos que seria vantajoso reduzir voluntariamente o estoque da dívida externa para garantir o seu pagamento e, ao mesmo tempo, possibilitar a retomada do crescimento dos países devedores, foi lançado o Plano Brady, que consistia em trocar a dívida velha por nova, com valor de face menor negociado entre cada devedor e seus credores. Os países, em contrapartida, deveriam realizar reformas orientadas para economia de mercado. As políticas seriam de estabilização de preços, abertura comercial e financeira e privatização.

de juros nas economias industrializadas, aumentando a demanda por papéis de países emergentes, e não exatamente pelas reformas estruturais domésticas conduzidas. De fato, a Argentina e, principalmente, o Brasil são exemplos mais tardios de realização de reforma e passaram a atrair capitais já em 1991.

O fluxo de capital financeiro mudou de natureza. Enquanto na década de 1970 predominavam os empréstimos oficiais, na década de 1990 destacam-se os investimentos de *portfolio* e de curto prazo, como fundos de renda fixa, *equities* e *debt securities*. Como o elevado influxo de capitais especulativos torna, em princípio, os países mais vulneráveis à conjuntura internacional, a resposta de alguns países foi instituir controles sobre os fluxos de capitais e adotar políticas de esterilização e maior flexibilidade cambial. As experiências dos países também diferem nesse aspecto.

A crise mexicana do final de 1994 voltou a lançar dúvidas quanto à sustentabilidade das reformas e das políticas econômicas da região. Posteriormente, em julho de 1997, a desvalorização do baht tailandês gerou ondas de turbulência nos mercados cambiais. Primeiro, a crise se espalhou para os países asiáticos, que passaram a sofrer pressão especulativa, culminando no ataque contra o *currency board* de Hong Kong em outubro do mesmo ano. A partir daí, a crise atingiu a América Latina. Foram afetadas as perspectivas de crescimento dos países emergentes, ao aumentar a percepção de risco dos seus investimentos e ao contrair o acesso ao financiamento externo. Como agravante, as modalidades de ajuste do FMI aprofundaram a recessão asiática, transmitindo deflação na economia mundial, com queda nos preços das *commodities*, agravando as contas externas dos países latino-americanos. Finalmente, em agosto de 1998, a crise russa voltou a abalar a região, comprometendo o desempenho das economias em 1999.

Uma vez que essas crises externas abalaram de forma diferenciada a Argentina, o Brasil e o Chile, o foco da análise é investigar essa questão, a partir da caracterização do regime de política econômica dos países apresentada a seguir, após um breve histórico dos principais fatores que condicionaram a política econômica dos países na década de 1980, apenas com o intuito de elucidar suas conseqüências para a década de 1990.

2. Chile

2.1 Breve histórico

O país conviveu com inflação bastante elevada até 1973, camuflada por controles de preços, fruto de desequilíbrios macroeconômicos, com financiamento monetário do déficit público e do crédito ao setor privado. Era uma economia fechada e o setor público era dominante, com déficit público atingindo em torno de 25% do PIB. O déficit comercial era próximo de 3% do PIB e o país não tinha acesso ao mercado de capitais internacional.

Houve radical mudança na política macroeconômica quando o governo militar tomou o poder em setembro de 1973, visando a recuperação do equilíbrio macroeconômico e a modernização da economia. A conta de capital foi liberalizada, foi inaugurado o processo de privatizações e foi realizado um ajuste bem-sucedido das contas públicas⁷ que garantiu o seu equilíbrio até 1983, quando houve a crise da dívida.

Com a volta do crescimento econômico, a estabilização de preços tornou-se prioritária. Optou-se por um plano gradualista, devido à elevada inércia dos preços. Em fevereiro de 1978, o regime de *crawling peg* foi introduzido, com o objetivo de reduzir aos poucos as desvalorizações nominais, o que culminou, em junho de 1979, na fixação da taxa de câmbio, apesar da inflação ainda ser alta, em torno de 35% ao ano. O país conviveu com inflação persistente de dois dígitos, mas cadente, entre 1976-82.

Outra importante medida foi a privatização da seguridade social em 1981, que é pioneira na América Latina, substituindo-se o sistema de partição simples pelo de capitalização. Surgiram investidores institucionais no mercado de capitais e a criação de fundos de pensão abriu a oportunidade para desenvolver novos canais de privatização.

O câmbio fixo associado à abertura financeira, num estágio de precária regulação e supervisão do sistema financeiro, causou rápido influxo de capitais, apreciação do câmbio, queda da taxa de juros e, conseqüentemente, euforia econômica. O aumento expressivo da demanda agregada gerou o déficit em transações correntes e aumento nos preços dos bens *non-tradable*, acentuando a apreciação da taxa real de câmbio.

A elevação das taxas de juros internacionais no início da década de 1980 e a queda dos termos de troca levantaram dúvidas acerca da sustentabilidade da política cambial,

desencadeando a fuga de capitais em 1981, além do drástico declínio dos empréstimos externos, diante da crise da dívida. Apesar dos controles sobre o influxo de capitais, o país foi vítima de ataque especulativo.² Devido à rápida perda de reservas, o governo optou pela desvalorização cambial em 1982, comprometendo a situação das empresas endividadas externamente. Dada a inflexibilidade dos preços para baixo, foi necessário elevar as taxas de juros e realizar um corte no crédito. O resultado foi uma recessão profunda e a crise bancária de 1982-83, que exigiu medidas de socorro aos bancos, elevando o déficit público. Entre 1982-85, a política econômica foi orientada para resgatar a economia da depressão e do colapso financeiro.

Iniciou-se, em 1985, um amplo programa de ajuste que visava recuperar o crescimento econômico, porém garantindo a estabilidade de preços, numa situação de acesso restrito aos empréstimos externos. O governo redirecionou recursos de despesas correntes para investimentos e reduziu os impostos das empresas, propiciando significativa elevação dos investimentos entre 1985-89. Posteriormente, houve um grande esforço para reduzir o elevado déficit público, que foi finalmente eliminado entre 1988-89, com cortes de despesas, reforma tributária e transferência de gastos de capital para a iniciativa privada. Com poupança doméstica, o país pôde iniciar um período de promoção ao crescimento econômico liderado pelas exportações. Paralelamente, foi adotado o regime de bandas cambiais no início de 1986, com o intuito de controlar a inflação. Diante do conflito entre manter a competitividade da taxa real de câmbio e controlar a inflação, o governo priorizou o câmbio naquele momento, para garantir a competitividade das exportações, imprimindo um ritmo lento de queda da inflação.

Para garantir credibilidade à política econômica, foram implementadas algumas reformas, como a instituição da independência do banco central, em dezembro de 1989, e a imposição legal de limites à atuação do governo no setor produtivo.

Quando o governo democrático assumiu em março de 1990, decidiu manter a economia orientada para o mercado e aberta. Manteve-se o compromisso com a proteção ao capital estrangeiro, as privatizações e a liberalização do comércio, mas dando ênfase às políticas sociais, financiadas com os recursos gerados pela reforma fiscal de 1990. Diante do sucesso na promoção das exportações e do crescimento econômico no

² Para ajuste fiscal no Chile, ver Edwards (1996).

³ Ver Bosworth, Dornbusch e Labán (1994).

período anterior, a estabilização de preços tornou-se o principal objetivo da política econômica na década de 1990.

No início da década de 1990, no contexto do Plano Brady e com a queda dos juros norte-americanos, o país passou a contar com a recuperação do influxo de capitais. Havia certa euforia entre os investidores em relação ao Chile e México pelas reformas conduzidas. Porém, a atração de capitais de curto prazo implicava dificuldades na condução da política econômica. A resposta do Chile, ao contrário da maioria dos países, foi a volta da utilização dos controles sobre o influxo de capital, abolidos entre 1987-91.

No geral, a posição externa melhorou de forma considerável. A combinação de crescimento econômico e pré-pagamentos e reestruturação da dívida externa implicou a rápida redução do seu estoque.

O Chile é considerado paradigma na América Latina no que diz respeito à abertura da economia, privatização e estabilidade econômica. Desde 1982, o país convive com inflação mais moderada e gradualmente decrescente e, em 1998, completou 15 anos de crescimento ininterrupto liderado pelas exportações, com taxa média de 7,3% ao ano.

Foram duas décadas de reformas estruturais e política econômica prudente. Entretanto, não se pode negligenciar a importância da elevação persistente do preço do cobre, principal produto de exportação, até 1995, e do influxo de capitais para explicar o sucesso chileno. Analisando o período de 1986-97, Calvo e Mendoza (1998) mostram empiricamente que os períodos de elevada relação entre os preços do cobre e do petróleo coincidem com os períodos de crescimento econômico e sucesso de estabilização, assim como os períodos com maior influxo de capitais.

Esse argumento é reforçado pelo impacto da queda do preço do cobre, a partir de 1996, na economia chilena. O país passou a sofrer a deterioração das contas externas e desaceleração do crescimento econômico, indicando a dependência da economia ao desempenho do setor exportador.

2.2 Regime de política econômica

a) Regime cambial

O regime é o de bandas cambiais com largura não constante. Num primeiro momento, entre 1986-89, a necessidade de manter a competitividade da taxa real de câmbio para

recuperar o crescimento econômico via exportações impôs a convergência mais lenta da inflação para o patamar mundial. Já na década de 1990, com a ênfase da política econômica na redução da inflação, a flexibilidade cambial não evitou a apreciação do câmbio causada pelo elevado influxo de capitais, fazendo com que a inflação caísse mais rapidamente.

Apesar disso, o regime cambial não esteve relacionado exatamente a um plano de estabilização de preços. O grande esforço de combate à inflação se deu no final da década de 1970 e início da década de 1980. Após um período de taxa anual média de inflação acima de 350% ao ano entre 1973-76, em 1978 foi instituído um plano de âncora cambial, que entrou em colapso na crise cambial de 1982. O plano rigorosamente fracassou, mas conseguiu conquistar a inflação de dois dígitos. Dessa forma, na década de 1990, o país não sofreu o ciclo de prosperidade e depressão característico dos planos de âncora cambial.

Guerguil e Kaufman (1998) ponderam que a apreciação lenta e contínua da taxa real de câmbio foi parcialmente compensada por ganhos de produtividade e ajuste na intensidade de capital do setor exportador de não-cobre, particularmente o industrial, que procurou compensar as perdas impostas pela apreciação cambial. Além disso, reformas estruturais, elevadas taxas de investimento por período prolongado, liberalização do mercado, ganhos de produtividade do trabalho geraram provável aumento da produtividade no setor de bens *tradable* em relação aos *non-tradable*, comparativamente ao resto do mundo, reduzindo a defasagem cambial.

Intervenções do banco central no mercado cambial dentro da banda foram evitadas, exceto diante de pressão mais severa de apreciação exercida pelos influxos financeiros de curto prazo. O influxo de capitais fez o câmbio ficar muito mais próximo do piso do que do teto da banda, com exceção dos episódios de turbulência internacional.

A partir de julho de 1992, o valor oficial do peso chileno passou a se basear numa cesta de três moedas que refletiam os principais parceiros comerciais do país. A cesta era formada por 80% de dólar americano, 15% de marco alemão e 5% de iene.⁴ O valor da cesta era ajustado conforme as taxas de câmbio e o diferencial de inflação. Entre novembro de 1995 e setembro de 1998 foi incorporado um desconto de 2% anual no ajuste da banda referente a ganho de produtividade. Originalmente, o intervalo da banda

⁴ Essa proporção vigorou a partir de janeiro de 1997. Anteriormente as parcelas era 45% para o dólar, 35% para o marco e 20% para o iene.

era bastante estreito, com oscilação de 2% nos dois sentidos, mas com o tempo, a banda tornou-se crescentemente mais larga, chegando a atingir oscilação de 12,5%. Após a crise asiática, o governo voltou a reduzir a largura da banda, para sinalizar a disposição em defender o regime.

Quanto ao grau de abertura, a economia chilena é bastante aberta ao fluxo de mercadorias, mas tem a pauta de exportações ainda muito concentrada no cobre. Além disso, um terço das exportações são destinadas aos países do sudeste asiático, o que comprometeu a estabilidade do país na crise asiática. A dependência no cobre torna as contas externas muito influenciadas pelas oscilações dos termos de troca, o que representa uma séria fragilidade da economia.

Do ponto de vista da abertura financeira, diante do ressurgimento de capitais voluntários para países emergentes no início da década de 1990, a reação do Chile foi restaurar, em junho de 1991, os controles de capitais. O Chile foi um dos países que mais se utilizaram desse instrumento. Foram impostas novas restrições quantitativas ao influxo, na forma de reservas compulsórias não remuneradas sobre capitais seletivos, mas houve liberalização de antigos controles administrativos na saída de capitais e redução de controles sobre a entrada. Os controles administrativos foram ainda reduzidos ao longo da década.

Há, entretanto, uma distância entre a restrição legal e a efetiva, pois os agentes diante de incentivos suficientes, encontram formas de burlar os controles,⁵ o que pode comprometer sua eficácia, mesmo no curto prazo. Segundo Hernández e Schmidt-Hebel (1999), houve sinais de contínua deterioração do poder dos controles, não sendo suficientes os esforços governamentais para cobrir as brechas de evasão e elevar a base de incidência dos controles. Ciente disso, o governo reduziu os controles ao longo da década e a tendência é substituí-los por regulamentação bancária adequada e buscar a eliminação de garantias governamentais que causam endividamento externo excessivo.

Mas além da tendência de redução dos controles, houve também algum grau de endogeneidade da alíquota do principal instrumento de controle, as reservas compulsórias não-remuneradas, ao desempenho da economia. O aumento do influxo de capitais, a apreciação cambial e a perda do poder desse instrumento estiveram

⁵ Para testes que comprovam esse resultado para a América Latina, ver Montiel (1994).

relacionados ao aumento dessa alíquota. Por outro lado, sua suspensão em setembro de 1998 pode ser, em parte, explicada pelo recrudescimento da crise internacional.

Segundo esses autores, os controles foram parcialmente efetivos ao permitir o diferencial de juros doméstico e internacional, reduzir o influxo líquido de capitais e mudar a composição da dívida. São fatores que podem ter contribuído para os fundamentos do país, apesar de serem resultados temporários. No que diz respeito à taxa de câmbio, Edwards (1998b) mostrou empiricamente que os controles reduziram a apreciação cambial no Chile, porém o efeito foi tênue, além de transitório.

Hernández e Schmidt-Hebel (1999) ponderam que a boa performance dos controles no Chile deve-se, em grande parte, à capacidade de fiscalização do banco central. Um ambiente institucional e legal mais robusto tende a propiciar controles de capitais mais eficazes.

Entretanto, os controles não impediram o elevado ingresso de capitais em 1994 e entre 1996-97, praticamente congelando a taxa de câmbio nominal. Diante da inflação positiva, houve aumento da defasagem cambial antes da crise asiática, indicando um ponto de fragilidade dos fundamentos.

A crise asiática e a conseqüente contração da demanda da região derrubaram os preços das *commodities* no mercado internacional. Assim, reduziram-se o volume e o valor total das exportações chilenas, este último caindo 11% em 1998. Por outro lado, as importações, encarecidas, não tiveram proporcionalmente o mesmo ajuste. O resultado foi o aumento do déficit comercial e em transações correntes. Assim, em novembro de 1997, o governo foi induzido a desvalorizar o câmbio.

A elevada instabilidade internacional refletiu-se em três episódios de significativa pressão cambial contra o peso, nos meses de janeiro, junho e setembro de 1998. Em janeiro, a resposta do governo foi liberalizar a taxa de juros do interbancário, que estava controlada pelo banco central e era considerada insuficiente pelo mercado para compensar a desvalorização cambial. No mês de junho, o governo reagiu incentivando a entrada de capitais de curto prazo⁶ e reforçando a aposta no regime cambial, via redução da amplitude da banda.⁷ Já em setembro, o banco central flexibilizou a política cambial

⁶ O governo reduziu o encaixe de 30% para 10% do capital externo no primeiro ano de permanência.

⁷ O limite superior da banda era de 12,5% para baixo e para cima, e foi para 3,5% para baixo e 2% para cima.

com o aumento do limite superior da banda⁸, a eliminação do desconto de 2% referente ao ganho de produtividade e o ajuste do câmbio pela inflação doméstica esperada em vez da inflação passada.

Esse regime cambial vigorou até setembro de 1999, quando o câmbio voltou a flutuar, sem ocorrer uma crise cambial, havendo apenas uma depreciação gradual da taxa de câmbio. Isso indica a estabilidade do regime cambial, que permitiu sua transição para outro regime, conforme era o objetivo da autoridade monetária, sem se configurar um colapso no mercado.

Caracteriza-se, portanto, um regime de bandas cambiais com relativa liberdade para ajustes, ainda que se tenha permitido a apreciação real do câmbio, e com abertura financeira limitada por controles de capitais com relativa eficácia. Além disso, o regime cambial na década de 1990 não esteve inserido no âmbito de um plano de estabilização. Em comparação a um regime de câmbio estritamente fixo e com plena abertura financeira, é um regime que impõe menor disciplina monetária e fiscal como condição para sua sustentabilidade. Portanto, em princípio, o regime chileno seria menos vulnerável a ataques especulativos. No longo prazo, havendo suficiente flexibilidade da taxa de câmbio, rigorosamente é afastada a possibilidade de ataques. Entretanto, é importante considerar que, ocorrendo atraso cambial por um período mais longo de tempo, essa hipótese não está eliminada no curto prazo, principalmente diante de choques externos, como foi o caso do contágio da crise asiática.

b) Regime monetário

O regime de bandas cambiais chileno tem um componente discricionário que, em princípio, pode ameaçar a estabilização de preços. Uma forma de contornar essa ameaça é garantir a disciplina monetária, o que é feito por meio das metas de inflação pré-anunciadas, sem cláusula de escape, associadas à independência da autoridade monetária, conferindo credibilidade à política monetária. A independência do banco central é estrategicamente importante para garantir o cumprimento das metas inflacionárias.

De fato, as metas foram satisfatoriamente atingidas, mas não se pode desconsiderar a importância da apreciação cambial na trajetória de queda da inflação. Nos momentos de

⁸ O teto da banda foi para 3,5% e gradualmente houve sua ampliação, chegando no final do ano a 5% simetricamente.

conflito entre os objetivos de defender o regime cambial e de garantir a estabilidade de preços, o banco central priorizou o segundo.

As metas de inflação foram instituídas em setembro de 1990 e têm seu valor e intervalo reduzidos gradualmente a cada ano. Na época, o país ainda tinha inflação moderada, o que justificou a utilização de um intervalo para a meta (*target range*) entre 1991-94. Em seguida, passou-se para uma meta pontual (*target point*). O país também adota metas para o longo prazo, o que é importante para estabilizar as expectativas inflacionárias.

Em função da mobilidade imperfeita de capitais proporcionada pelos controles de capitais, o banco central consegue exercer influência sobre a taxa de juros. Edwards (1998b) confirma o resultado de convergência mais lenta do juros doméstico para o patamar internacional no Chile, comparando os períodos com e sem controles, mas a diferença é discreta, de apenas dois trimestres mais rápida sem os controles. Isso confirma o resultado de endogeneidade da moeda no longo prazo.

Operacionalmente, até maio de 1995, a política monetária era implementada através de títulos do banco central de noventa dias indexados. Mais recentemente, passou-se para títulos de curto prazo, que se mostram mais eficazes para influenciar a taxa de juros do *overnight* do interbancário. A taxa de juros desses títulos é indexada pela *Unidad de Fomento* (UF), principal indexador da economia, que é corrigido pelo índice de preços ao consumidor.

A indexação afeta também o mercado de trabalho, o sistema tributário e o setor financeiro. Dois terços dos ativos financeiros privados e quase a totalidade dos papéis do banco central são indexados, além da própria taxa de câmbio. A indexação exige maior disciplina monetária e fiscal, mas o regime monetário do país garante essa disciplina. Dessa forma, a presença de indexação não foi fonte de realimentação inflacionária.

A condução da política monetária foi condicionada por três fatores principais: controle da demanda agregada, esterilização de influxos de capitais e defesa do regime cambial. No caso das políticas de esterilização, Edwards (1998b) apurou por meio de uma função impulso-resposta a relação entre o crédito doméstico mais apertado e o influxo de capitais. É, entretanto, uma estratégia dispendiosa, em função do diferencial entre os juros que incidem sobre as reservas internacionais e sobre os títulos públicos. Segundo

Hernández e Schmidt-Hebel (1999), esse custo, medido pelo excesso de reservas multiplicado pelo diferencial de juros, atingiu 0,6% do PIB ao ano entre 1990-98.

Convém destacar que o grande influxo de capitais da década de 1990 não causou o descontrole do crédito, uma vez que o sistema bancário manteve-se sólido, ao contrário do que ocorreu no início da década de 1980. O motivo, segundo Sachs, Tornell e Velasco (1996c), seria a rígida regulação bancária desencorajando atividades mais arriscadas.

Quanto à utilização dos juros para a defesa do regime cambial, apesar de sua importância, este não era o único instrumento de defesa disponível, uma vez que o país adotava relativa flexibilidade cambial.

Na crise asiática, foi necessário um severo controle de liquidez e do crédito. Inicialmente, a elevação da taxa de juros foi considerada insuficiente pelo mercado, desencadeando uma maior pressão no mercado cambial em janeiro de 1998. Possivelmente, os agentes desconfiaram da capacidade do governo de cumprir a meta inflacionária de 4,5% para 1998, devido às desvalorizações cambiais ocorridas entre novembro de 1997 e janeiro de 1998. A taxa de juros do interbancário, liberada pelo banco central, disparou. Em fevereiro, o banco central elevou os juros, recuperando a credibilidade da política monetária, o que causou um recuo na taxa do interbancário. Com a crise russa, o governo voltou a elevar os juros.

Apesar da desvalorização cambial, a meta inflacionária em 1998 foi praticamente atingida, ficando em 4,7%. Foi feita uma combinação satisfatória de política cambial e monetária, com desvalorização e elevação dos juros, e foi possível, ao mesmo tempo, explicitar a disposição em defender o regime cambial.

Destaca-se também a emissão de títulos públicos indexados ao dólar para compensar a expectativa de desvalorização cambial, mas em níveis moderados. Esse instrumento contribuiu para estabilizar as expectativas do mercado, mas não substituiu medidas de ajuste mais profundas e poderia obstar os esforços para a redução da indexação no sistema financeiro.

O regime monetário é, portanto, caracterizado por utilização de arranjos que contribuem para a disciplina monetária, no caso as metas de inflação e a independência do banco central. As metas têm sido satisfatoriamente atingidas, conferindo credibilidade ao

regime. Além disso, a presença de ampla indexação da economia não se mostrou um empecilho à queda da inflação.

c) Regime fiscal

O regime fiscal é estabilizante, fruto de reformas conduzidas no passado, como o processo de privatizações, iniciado em 1975 e retomado em 1993, e a reforma da seguridade social em 1981, além dos ajustes fiscais que promoveram a disciplina fiscal permanentemente durante a década de 1990. O governo mantém os gastos dentro dos limites do orçamento, ocorrendo superávit fiscal nos últimos 10 anos, gerando taxa de poupança adequada e redução do esíoque da dívida externa e interna.

No geral, a política fiscal é neutra em termos do impacto sobre a demanda agregada, descontando o efeito das oscilações dos termos de troca e flutuações naturais. Existe uma concentração em gastos sociais e em gargalos de infra-estrutura, liberando as outras áreas para iniciativa privada.

O preço do cobre tem efeito direto e importante nas receitas governamentais, pelas transferências da empresa estatal responsável pela exploração do cobre, CODELCO. Mas o Fundo de Estabilização do Cobre poupa parte da receita da CODELCO, nos períodos de alta do preço do cobre, para evitar a expansão fiscal baseada em aumento transitório de receita, o que geraria inconsistência na política fiscal. Em 1989, essa receita do governo central representava 1,9% do PIB e em 1998 ela caiu para 0,6% com a queda do preço do cobre, tornando as contas públicas apenas menos robustas.

A crise asiática levou ao anúncio de um ajuste fiscal que, somado às medidas de meses anteriores, previa um corte no gasto público de 0,8% do PIB em 1998, valor muito significativo numa economia em que o setor público aporta uma poupança de 2% do PIB. Porém, houve o redirecionamento de gastos sociais para outras áreas. O investimento das estatais cresceu, pois o governo tem utilizado a política fiscal para amenizar a queda da atividade econômica. Por outro lado, em função da deterioração da atividade econômica, houve queda da arrecadação tributária e o resultado foi a redução do superávit fiscal.

A habilidade de conduzir política fiscal contracíclica em 1998 é fruto da estabilidade do regime fiscal, pois caso contrário a política fiscal moderadamente expansionista seria vista com ceticismo pelos agentes, que poderiam julgar a política inconsistente, tornando a economia mais vulnerável a crises cambiais ou inflação mais elevada.

A estabilidade do regime fiscal também pode ser avaliada quando se considera que o sistema possivelmente gera expectativas de equilíbrio fiscal futuro, em função das reformas conduzidas que eliminam a expectativa de gastos futuros não previstos. Um ponto fundamental é a reforma da previdência que abortou um possível foco de instabilidade. Apenas a previdência básica oficial foi preservada, para situações limites quando o indivíduo não têm estoque de poupança suficiente para obter um padrão mínimo de renda, mas esta não apresenta constrangimentos às contas públicas.

d) Regime de política econômica

O regime de política econômica no Chile era caracterizado por maior flexibilidade cambial em relação ao regime de câmbio fixo estrito e pela utilização de eficazes controles de capitais, que implicam a menor abertura financeira da economia. Além disso, o regime cambial não é instrumento de combate à inflação, afastando o indesejado ciclo de prosperidade e depressão típico dos planos de âncora cambial. São características que demandam menores restrições à política econômica, no que se refere ao objetivo de afastar a economia de pressões cambiais ou ataques especulativos.

Pela flexibilidade do regime cambial, em princípio, este não seria vulnerável a ataques. Mas esse risco não foi eliminado, devido à efetiva apreciação da taxa real de câmbio, responsável pela redução mais rápida da inflação.

No que diz respeito à estabilidade de preços, é necessário garantir a âncora nominal da economia, o que é possibilitado pela adoção das metas de inflação e a instituição de independência do banco central. A economia é indexada, mas não comprometeu o atendimento às metas inflacionárias. O condicionante principal para esse resultado é a estabilidade do regime fiscal, fruto de amplas e profundas reformas fiscais conduzidas e o compromisso com a disciplina fiscal, que afasta o perigo inflacionário da economia.

Pode-se, portanto, afirmar que o Chile contava com um regime de política econômica consistente internamente e, portanto, estável, além de mais flexível. Isso significa que o país teria potencialmente menor vulnerabilidade a ataques especulativos e a choques externos. Teria também melhores condições para conduzir uma política econômica prudente e para se defender satisfatoriamente de pressões cambiais.

3. Argentina

3.1 Breve histórico

Por décadas, a Argentina conviveu com elevadas taxas de inflação geradas pelo financiamento monetário do déficit público. O problema se acirrou com a crise da dívida externa, em 1982, que causou a interrupção do crédito externo. A crise foi cambial e fiscal, uma vez que a maior parte da dívida externa era pública, acumulada no final da década de 1970 ou assumida pelo governo para proteger o setor privado.

Desvalorizações cambiais significativas foram conduzidas com o objetivo de gerar superávites comerciais, em função da necessidade de maciça transferência de recursos ao exterior, porém ao custo da aceleração inflacionária. Diante do oneroso serviço da dívida externa, um ajuste fiscal não seria suficiente para o país honrar seus compromissos externos. Assim, o país viu-se forçado a realizar um traumático ajuste por meio de política monetária contracionista, ocorrendo uma severa retração da economia.

A política econômica na década de 1980 foi basicamente direcionada para administrar as conseqüências da crise cambial e a inflação elevada, e o país ficou envolvido com a contínua renegociação da dívida externa.

A primeira tentativa de estabilização de preços foi o Plano Austral, em 1985, de natureza heterodoxa. Depois de um sucesso inicial, o plano gradualmente entrou em colapso diante de um ajuste fiscal muito tímido. Em 1988, foi anunciado o Plano Primavera, com eficácia ainda mais reduzida.

Planos de estabilização malsucedidos e promessas governamentais não cumpridas comprometeram a credibilidade do governo e da política econômica, que se mostrava inconsistente. O desequilíbrio fiscal sistemático e crescente, em função dos juros altos, elevava o risco do financiamento ao governo e diminuía a demanda por títulos públicos, apesar da sua já reduzida maturidade.

A conseqüência desse quadro foi a persistente fuga de capitais, por vários anos, produzindo uma demanda cativa de dólares pelos indivíduos. A dolarização da economia elevava a velocidade-renda da moeda doméstica, num processo de *currency substitution*, realimentando o próprio processo inflacionário, o que conduziu à hiperinflação em 1989. A taxa de inflação mensal ultrapassou o patamar de três dígitos

naquele ano. Portanto, a dinâmica inflacionária não estava mais sendo determinada pela magnitude do déficit público, mas pela expulsão da moeda doméstica pela moeda americana.

No início de 1990, foi adotado o Plano Bonex, que consistia na troca compulsória dos depósitos por títulos da dívida pública, o Bonex, de forma a impor uma perda de mais de 70% no valor real nos depósitos. Foi uma forma de confisco que agravou a instabilidade macroeconômica. Paralelamente, os juros internos elevados numa economia que se abria ao capital financeiro internacional causavam um substancial influxo de capitais, pressão monetária e nova aceleração inflacionária.

Era necessária uma reforma monetária que eliminasse o processo de *currency substitution*. O impacto perverso da coexistência de duas moedas na economia e o fato da dolarização não poder ser facilmente eliminada, praticamente, conduziram o governo a adotar o regime de *currency-board*, como discutido por Pastore e Pinotti (1998). Em janeiro de 1991, foi anunciado o Plano Cavallo e, no final de março, foi instituída a lei de convertibilidade que instalou o regime de *currency board*, adicionando credibilidade ao plano de estabilização.

Por esse regime, a base monetária não pode exceder o volume de reservas. Assim, limites estritos foram impostos ao financiamento do banco central ao governo como um todo e às instituições financeiras privadas. Além disso, alterações na paridade cambial devem ser submetidas à aprovação pelo Congresso. Posteriormente, em 1994, o banco central tornou-se independente.

O *currency board*, por subordinar a política econômica ao desempenho do setor externo, reduz, em princípio, a chance de se produzir uma apreciação significativa na taxa real de câmbio. Porém, diante da inflexibilidade para baixo dos preços e do custo da redução da atividade econômica para reequilibrar a taxa de câmbio, a apreciação cambial é uma ameaça concreta. A única forma de eliminar a defasagem cambial sem manter a economia em recessão é conduzir reformas que promovam ganhos de produtividade no setor de bens *tradable*.

Assim, o Plano Cavallo teve importante componente de reformas estruturais, visando a modernização da economia. Além disso, diante da necessária disciplina fiscal como

condição da sustentabilidade desse regime cambial, houve amplo ajuste das contas públicas.

Algumas reformas já haviam sido iniciadas em 1989-90, mas a partir do Plano Cavallo elas foram aceleradas e intensificadas. Avançaram rapidamente as privatizações, a desregulação da economia e a liberalização comercial e financeira. As medidas tributárias também foram aprofundadas, sendo voltadas para ampliar a base tributária, simplificar sua estrutura e aumentar sua eficiência. Além disso, a legislação tributária foi aprimorada e a evasão reduzida.¹ Foram conduzidas a reforma administrativa, com demissão maciça de funcionários públicos,² a realocação de gastos públicos, a criação de despesas condicionadas a receitas, o repasse de despesas sociais para as províncias e a reforma nas relações financeiras entre governo federal e províncias.³

Do ponto de vista fiscal, as privatizações seriam muito importantes para obtenção de recursos nos primeiros dois anos do Plano, enquanto as reformas tributária e fiscal não apresentassem resultados permanentes. Mas também era necessário reverter a pressão exercida pelo setor estatal nas contas públicas. Na década de 1980, as estatais foram responsáveis por 50% do total do déficit não-financeiro, tornando claro que a recuperação da estabilidade macroeconômica passava pela reestruturação desse segmento. Entre 1991-94, foram privatizadas aproximadamente 90% das empresas, rendendo em torno de US\$20 bilhões. Indiretamente, as privatizações contribuíram ainda para aumentar a credibilidade do país junto aos credores externos.

Depois de cinco anos de moratória parcial e não declarada com os bancos comerciais, em 1991, o governo assinou o Plano Brady. O acordo coincidiu com a rápida mudança das condições prevalecentes no mercado internacional, incentivando o capital estrangeiro a retornar ao país, além da própria repatriação de capitais. Paralelamente, o governo pôde se financiar maciçamente no mercado externo.

A maior dificuldade do país é defasagem da taxa real de câmbio, apesar do crescimento apenas lento dos salários, da racionalização dos processos produtivos, de ganhos de

¹ Para mais detalhes sobre o ajuste fiscal ver Uribe (1996) e FMI (1998).

² Entre abril de 1990 e dezembro de 1991 houve corte de 23,3% no funcionalismo público.

³ A precária situação financeira da maioria das províncias levou o governo a introduzir o Pacto Fiscal, garantindo níveis mínimos de arrecadação partilhada de impostos e corte nos tributos federais nos distritos que implementassem as medidas acordadas, como corte de impostos e fim de privilégios na aposentadoria dos servidores públicos.

produtividade e dos esforços governamentais para reduzir custos internos por meio de isenções fiscais. Enquanto vigorou o Plano Real no Brasil, a Argentina pôde contar com uma taxa de câmbio entre o peso e o real mais favorável às suas exportações ao Brasil. Com a flutuação cambial do real, em janeiro de 1999, ficou evidenciada a fragilidade do regime argentino.

3.2 *Regime de política econômica*

a) Regime cambial

O regime de *currency board* é um regime bastante rígido que institui o câmbio estritamente fixo e a convertibilidade da moeda doméstica em dólar, impedindo a condução da política monetária.

Apesar da moeda local ser o peso, economia é amplamente dolarizada. O elevado grau de dolarização se reflete claramente na natureza dos títulos da dívida pública interna, dos quais 97% são denominados em dólar.⁴ Mas a dolarização não se restringe a isso, estando presente nos contratos e no uso do dólar como meio de pagamento. Isso significa que o custo de uma eventual desvalorização cambial na Argentina é muito grande, contribuindo para que os investidores mantenham uma postura mais cautelosa em relação a ataques especulativos.

A economia passou por um processo de abertura, desde o final da década de 1980, que foi intensificado no Plano Cavallo, o que é uma importante condição para a eficácia de planos de âncora cambial. As tarifas de importações foram significativamente reduzidas, de 40% em 1989 para 9% em 1991, e a maioria das barreiras não-tarifárias removidas. Porém, a liberalização comercial não tem sido suave. As demandas setoriais provocaram uma série de medidas arbitrárias entre 1992-93. Do lado das exportações, todas as restrições e impostos foram abolidos e houve uma racionalização nos processos. Mas o país permanece efetivamente bastante fechado, uma vez que o volume de importações e exportações é modesto, correspondendo a 19% do PIB em 1998.

⁴ Posição em 31 de março de 1999.

O parceiro comercial mais dinâmico da Argentina é o Brasil e, a partir de 1995, tornou-se também o principal. Os motivos foram o Mercosul⁵ e, principalmente, o Plano Real, acompanhado de aquecimento econômico e apreciação cambial. A relação peso-real foi favorável para a Argentina, de meados de 1994 a janeiro de 1999, quando o regime cambial brasileiro entrou em colapso.

Quanto à abertura financeira, todos os controles de capitais foram abolidos. Também não há restrições setoriais para os investimentos estrangeiros. O mercado de capitais é um dos mais abertos do mundo.

Apesar das reformas estruturais conduzidas no país e da credibilidade do plano de estabilização, a Argentina foi muito afetada pelo Efeito Tequila. A explicação para isso pode residir na deterioração dos fundamentos, sinalizando aos agentes a possível inconsistência da política econômica.

O Plano Cavallo reduziu rapidamente a inflação. O conseqüente aquecimento da demanda, típico da primeira etapa dos planos de âncora cambial, gerou uma pressão nos preços dos bens *non-tradable* e déficit comercial, além da apreciação da taxa real de câmbio. O déficit em transações correntes pôde ser financiado pelo influxo de capitais, viabilizado pela recente abertura financeira do país e pela elevada liquidez internacional.

Entretanto, dada a possibilidade de endividamento externo e a estabilidade do câmbio que reduzia o risco cambial na captação externa, a precária regulação bancária incentivou uma postura menos conservadora dos bancos na concessão de empréstimos, alimentando a elevação da atividade econômica, mas ao mesmo tempo comprometendo a saúde financeira do setor. O resultado foi a grave crise bancária que assolou o sistema financeiro, em março de 1995, deflagrada pelo Efeito Tequila.

Havia, portanto, sinais de inconsistência dos fundamentos antes da crise mexicana. Apesar disso, foi mantida a aposta no regime de *currency board*, não ocorrendo nenhuma desvalorização cambial. O ajuste da economia ao choque foi recessivo. Houve queda do PIB, deflação, depreciação real do câmbio e superávit comercial, pela primeira vez em três anos.

⁵ Destaca-se a exportação de automóveis, em função do regime automotivo com o Brasil, que permitiu o aumento das exportações de manufaturas industriais em mais de 32% entre 1991-98.

A elevação dos juros externos e o estreitamento do mercado de capitais impuseram severas restrições ao país, tornando-se difícil honrar os passivos externos e financiar o déficit em transações correntes. Isso se refletiu no aumento do retorno dos títulos da dívida externa argentina, indicando o maior risco percebido pelo mercado.

Em março de 1995, o governo anunciou a obtenção de créditos de instituições financeiras internacionais, como o FMI, o Banco Mundial e credores privados, ultrapassando a cifra de US\$ 6 bilhões. Também obteve recursos de US\$ 1 bilhão em títulos patrióticos. Esses empréstimos refletiram o apoio internacional às medidas de ajuste tomadas na Argentina e tiveram um papel importante para conter as expectativas de ruptura do regime cambial.

O plano de convertibilidade passou por um teste e, em função da bem-sucedida reação da política econômica ao choque externo, a economia argentina lentamente se recuperou da severa recessão, voltando a apresentar taxa média de crescimento de quase 6% ao ano entre 1996-98. Mas não se pode desconsiderar a importância do crescimento das exportações, a partir de 1995, graças ao comércio com o Brasil, permitindo a recuperação dos indicadores externos.

Assim, o país saiu ileso das posteriores crises asiática e russa. Mas o país sentiu o impacto da queda do preço das *commodities* no mercado internacional. O déficit em transações correntes ampliou-se em 1998, refletindo principalmente a severa deterioração dos termos de troca, praticamente anulando o efeito do aumento do volume de exportações.

Caracteriza-se, portanto, um regime cambial bastante rígido, com o câmbio fixo e convertibilidade. Como agravante, o regime está inserido no âmbito de um plano de estabilização e um processo recente de ampla abertura financeira. Todos esses são fatores que demandam maior disciplina na política econômica para reduzir o risco de ataques especulativos, principalmente no estágio inicial do plano de estabilização.

b) Regime monetário

A resposta à indisciplina monetária e fiscal do passado foi a adoção do *currency board*, o qual condiciona totalmente o regime monetário, ao limitar a criação de moeda ao crescimento das reservas internacionais, eliminando a possibilidade de condução da

política monetária. Dessa forma, o crédito do banco central passou a ser drasticamente controlado e o instrumento de recompra junto aos bancos passou a ser utilizado marginalmente, apenas para administração da liquidez.

Rigorosamente, não se trata de um regime puro de *currency board*, pois a base monetária pode exceder em até 25% as reservas internacionais, mas apenas com o objetivo do banco central atuar como prestador de última instância. Na prática, exceto na crise mexicana, quando foi necessário aumentar a liquidez da economia para não agravar a crise bancária, a relação se manteve próxima ou acima de 100% de convertibilidade.

Paralelamente, o banco central é independente de outras agências governamentais, sendo vedado o financiamento do déficit público e restrita a função de prestador de última instância ao limite estabelecido pelo *currency board*.

Com a ampla abertura da economia e a impossibilidade de conduzir políticas de esterilização, o banco central perde o controle sobre as taxas de juros. Isso significa que as taxas de juros tendem a ser mais próximas do patamar internacional e menos voláteis, exceto diante de choques adversos, quando esta passa a embutir o risco cambial.

Como já afirmado, o início do Plano Cavallo foi marcado pelo aumento expressivo do ingresso de capitais externos, num contexto de abertura financeira recente, estabilidade cambial e regulação bancária precária. Conseqüentemente, as taxas reais de juros mantiveram-se muito baixas, até o início da crise mexicana. Com o Efeito Tequila, as taxas de juros se elevaram para compensar a maior expectativa de desvalorização cambial.

Cabe ressaltar que o processo de remonetização da economia não foi acentuado, uma vez que a economia vinha de um plano recente de estabilização que, ainda que malsucedido, não havia reconduzido a economia à hiperinflação, estando a taxa de inflação em torno de 15% ao mês nas vésperas do Plano Cavallo, contra uma taxa em torno de 80% um ano antes.

Com o Efeito Tequila, uma crise financeira maior se desenrolou, quando o público iniciou a retirada volumosa de depósitos bancários, pelo receio dos bancos não suportarem a restrição ao crédito e os juros mais elevados, uma vez que suas carteiras encontravam-se deterioradas. Logo após a desvalorização mexicana, os depósitos

denominados em peso caíram 18%. Houve um recrudescimento das expectativas, conduzindo a uma corrida bancária em março de 1995,⁶ atingindo os depósitos denominados em dólar. Conformou-se uma profunda crise de liquidez, com contração do crédito bancário e nova subida das taxas de juros. O aumento da demanda por dólares levou a uma severa perda de reservas internacionais.

Eram necessárias medidas drásticas para interromper a corrida bancária. Em princípio, um banco central pode agir por dois caminhos: estender o crédito aos bancos comerciais, aumentando, em princípio, a probabilidade de uma desvalorização futura, ou não estender o crédito, gerando quebras no sistema bancário e uma contração muito intensa na economia. Na Argentina, ambos os extremos foram evitados. A severa crise bancária levou o governo a socorrer os bancos, mas com uma contrapartida de empréstimos internacionais de emergência junto ao FMI, no início de 1995.

Não havia seguro-depósito e a lei de convertibilidade explicitamente excluía o papel do banco central de prestador de última instância. Isso significa que o resgate dos depositantes deveria ser pela via fiscal, sem gerar pressão monetária, o que agravaria o quadro. Porém, houve uma rápida resposta das autoridades à crise. No início de março de 1995, o governo decretou mudanças nas regras de funcionamento do banco central, ampliando seu papel para prover liquidez e inclusive para adquirir a carteira de bancos em colapso, e estabeleceu nova regulamentação bancária. Isso possibilitou mais liquidez na economia.

Já no segundo trimestre de 1995, os depósitos bancários começaram a se recuperar gradualmente e as taxas de juros a cair, mas não alcançando o nível pré-crise, que era efetivamente muito baixo.

O ajuste ao choque foi via nível de atividade, devido à inflexibilidade para baixo dos preços. Foi registrada a queda de 2,9% do PIB em 1995. Mas o fracasso do ataque especulativo diante da manutenção do regime cambial contribuiu para a credibilidade na política econômica e, em 1996, o país retomava o crescimento, liderado por investimentos e exportações.

⁶ A existência de bancos estrangeiros postergou a corrida, uma vez que no primeiro momento houve transferência de recursos dos bancos de atacado e provinciais para os estrangeiros e grandes bancos públicos. Mas, em seguida, as matrizes dos bancos estrangeiros cortaram suas linhas de crédito.

Na crise asiática e na crise russa, as taxas de juros voltaram naturalmente a subir, mas moderadamente, refletindo o menor impacto desses episódios na Argentina. Além de subirem menos, os juros convergiram mais rapidamente para o patamar pré-crise, levando em torno de três meses para isso, nos dois episódios.

Trata-se, portanto, de um regime monetário que se submeteu às restrições extremas impostas pelo regime cambial, que eliminou a política monetária. O país conta ainda com um banco central independente para afastar possíveis pressões externas para uma flexibilização da rígida disciplina monetária imposta, inclusive para a utilização da margem do banco central para conceder assistência de liquidez. Com exceção do período do Efeito Tequila e da crise bancária, o regime garantiu o estrito controle monetário e produziu taxas de juros não elevadas.

c) Regime fiscal

Houve um expressivo esforço fiscal inicial no Plano Cavallo, que não se baseou apenas na elevação de receitas ou corte transitório de despesas, mas também em reformas fiscais, como as reformas administrativa e tributária, privatizações e reformulação da relação do governo central com as províncias. Paralelamente, o aquecimento econômico no início da estabilização propiciou a elevação da arrecadação tributária. O resultado foi a melhora do resultado primário do governo central.

Porém, antes da crise do México, a situação fiscal deteriorou-se. No processo de estabilização, algumas medidas fragilizaram as contas públicas. Um exemplo é a reforma da previdência que, apesar de gerar passivos futuros menores, na transição, eleva o déficit no montante equivalente à contribuição dos indivíduos que migraram para o sistema de capitalização.⁷ Estima-se que o custo da transição alcançou 1% do PIB.

Outro exemplo são os instrumentos fiscais para reduzir os custos das empresas privadas, com o intuito de elevar sua competitividade para fazer frente à apreciação cambial. Mas, em contrapartida, foram impostas perdas tributárias ao governo. O problema ficou

⁷ Na reforma, não foi abolida a previdência pública, sendo a mudança para a privada voluntária.

evidente em 1993 com o crescimento econômico liderado pelos investimentos e pelas exportações, que se beneficiavam de inúmeros incentivos fiscais.⁸

Mas o mais grave foi a elevação de gastos incentivada pelas eleições presidenciais em 1994. A disciplina fiscal foi relaxada e houve pequeno déficit fiscal naquele ano, após dois anos de superávit.

Segundo o FMI (1998), a política fiscal foi expansionista entre 1991-94. O argumento é que déficit foi decrescente, mas menos do que seria consistente com os mecanismos de estabilização. Incapaz de cumprir as metas do FMI, o governo suspendeu o acordo em 1992.

A reação ao efeito Tequila foi o corte de despesas fiscais e, novamente, em março de 1995, com a deterioração da situação econômica, o governo anunciou um plano de austeridade que incluiu, entre outras medidas, o aumento de impostos, a criação de um imposto sobre as importações, a eliminação de subsídios de exportação e o corte de despesas.

Mas isso não foi suficiente, pois o socorro aos bancos privados atingidos pela corrida bancária pesou nas contas públicas e a recessão que acompanhou a crise teve impacto negativo nas receitas tributárias. Paralelamente, piorou a situação dos bancos provinciais e o processo de privatização desacelerou. O resultado foi que o governo não conseguiu melhorar seu resultado fiscal. Em termos nominais, o déficit aumentou, devido à elevação do pagamento de juros da dívida pública após o Efeito Tequila.

A situação fiscal melhorou em 1997-98, refletindo o controle dos gastos e o crescimento econômico. As despesas como porcentagem do PIB declinaram, com firme controle sobre os salários e transferências ao setor privado, mais que compensando as crescentes despesas com juros.

As autoridades conduziram reformas estruturais adicionais em 1998, como a reforma que ampliou a base tributária, as medidas para melhorar a administração das contas públicas e as privatizações. Em contrapartida o país recebeu um SDR (Direito Especial de Saque) do FMI para consolidação das reformas fiscais e privatizações.

⁸ Exemplos de incentivos são a restituição de impostos diretos e tarifa zero para importação de bens de capital.

Concluindo, o país conta com um regime fiscal apenas relativamente estabilizante, com déficit público moderado, mas persistente. O reflexo da fragilidade fiscal é o crescimento da dívida pública interna e também externa, uma vez que o governo endividou-se bastante externamente.

O déficit público não foi apenas causado pelo pagamento de juros da dívida, havendo também um componente estrutural de desequilíbrio. Apesar dos ajustes fiscais e privatizações, que adicionaram credibilidade à política fiscal, as reformas ainda mostram-se insuficientes para fazer frente à rigidez cambial.

Provavelmente, a receita da privatização, que não foi utilizada plenamente para reduzir o estoque da dívida pública, acabou adiando outras reformas na esfera fiscal. Exemplos disso são o descontrole fiscal das províncias e a demora no processo de reforma da seguridade social. Essa reforma iniciou-se em 1990, mas o processo só foi concluído e foi aprovado em 1994.

d) Regime de política econômica

A Argentina tem um regime de política econômica caracterizado por grande rigidez dos instrumentos de política. O regime de *currency board*, além de manter o câmbio estritamente fixo, impede a condução da política monetária. Além disso, a abertura financeira é ampla, aumentando a endogeneidade da moeda e impondo maiores restrições à política econômica.

Isso significa que o país deve contar com um regime fiscal claramente estabilizante para afastar ataques especulativos e deve promover amplas reformas estruturais para garantir ganhos de produtividade na economia que corrijam a defasagem cambial que se acumulou. Não é esse o caso. O comércio vantajoso com o Brasil e o sucesso das privatizações abortaram alguns esforços para promover reformas.

A desvalorização do real demanda rapidez nas reformas estruturais e em solucionar as questões pendentes do regime fiscal. É necessário a Argentina voltar a apresentar solidez do lado fiscal. Serão necessários novos cortes de despesas, principalmente com o quadro recessivo que compromete a arrecadação, além da reformulação da divisão dos impostos entre as províncias e o governo central e o controle dos gastos das províncias. Paralelamente, o país precisa contar com maior poupança interna para poder reduzir seu endividamento externo.

4. Brasil

4.1 *Breve histórico*¹

Até 1964, o Brasil sofreu com a escassez de instrumentos para evitar o financiamento monetário do persistente déficit público. O resultado era trajetória inflacionária. Paralelamente, o regime de câmbio ajustado, no contexto inflacionário, aumentava o viés anti-exportador da economia, comprometendo as contas externas e o crescimento econômico.

O início do governo militar marcou a reformulação na condução da política econômica, no âmbito de um eficaz plano de estabilização, mas de estratégia gradualista, o que levou à instituição do mecanismo de indexação. Inicialmente, foram os títulos públicos, visando viabilizar o financiamento do governo, e, em seguida, o câmbio, instaurando o regime de minidesvalorizações, que recuperava a possibilidade do bom funcionamento do setor externo no ambiente inflacionário. No campo fiscal, foram conduzidas várias reformas, eliminado o déficit orçamentário e feito o controle estrito do crédito governamental ao setor privado, contribuindo para o sucesso do plano de estabilização.

Esse sucesso permitiu uma reorientação da política econômica a partir de 1968. O objetivo tornou-se a promoção do crescimento da economia, com liderança do setor público. O país também contava com os empréstimos externos, num ambiente de liquidez internacional, gerando crescimento econômico acelerado.

Entretanto, aos poucos apareceram os sinais de esgotamento dessa estratégia, em função da deterioração das contas públicas e sinais de volta da inflação. Porém, as distorções só se tornaram evidentes, a partir do choque do petróleo, quando a inflação voltou a subir. Isso levou o governo a intercalar esforços de estabilização de preços e políticas econômicas expansionistas, com predomínio da segunda. O resultado foi o crescimento econômico acompanhado de inflação crescente e deterioração das contas públicas e do balanço de pagamentos.

O fim dessa estratégia foi imposto pela crise da dívida, no início da década de 1980, que interrompeu o influxo de capitais. Era necessário realizar elevados superávites

¹ Baseado em Latif (1995).

comerciais e, para tanto, houve ênfase na utilização da política cambial, porém, em contrapartida, havendo a aceleração inflacionária.

Houve uma severa inflexão na condução da política econômica, que passou a ser contracionista. Dada impossibilidade de realizar um ajuste nas contas públicas que recuperasse a estabilidade do regime fiscal, num curto espaço de tempo, não restava outra opção de política monetária senão a fixação do juros em níveis elevados. A consequência foi a queda do PIB e colapso dos investimentos.

O grau de restrições externas foi amenizado a partir de 1985, mas por conta da não renegociação da dívida externa com os credores, reduzindo a pressão sobre a política econômica.

O período de 1986-91 foi marcado pelos sucessivos e malsucedidos planos de estabilização de natureza heterodoxa e ausência de medidas consistentes para o combate efetivo à inflação. A cada plano, ocorria a queda temporária da inflação, para depois esta se elevar com maior aceleração. As freqüentes mudanças de regras na economia e, como consequência, as crescentes distorções criaram um ambiente de falta de credibilidade governamental, reduzindo a eficácia da política econômica e destruindo o padrão monetário nacional.

Apesar de avanços institucionais na relação do banco central com outros órgão de governo, não foi possível evitar o financiamento monetário do déficit público. Mesmo quando o déficit já não era mais tão elevado, o regime fiscal permanecia instabilizante, uma vez que a dívida estava concentrada no curto prazo, gerando restrições à condução da política monetária, e sua participação na poupança total era elevada. Além disso, na medida em que a credibilidade do governo foi abalada, aumentou-se a fragilidade do regime fiscal e, nesse sentido, sua pressão inflacionária tornou-se potencialmente maior.

O elemento crucial para determinar a perversa trajetória inflacionária foi a política de fixação da taxa de juros. Por um lado, o governo dependia dessa política para garantir a competitividade da moeda indexada² e, portanto, dos títulos públicos frente aos ativos reais, ao menor custo possível, com o intuito de afastar o perigo da hiperinflação no seu padrão clássico. Mas por outro lado, a fixação dos juros tornava a moeda passiva, o que realimentava o processo inflacionário, principalmente com o elevado grau de indexação

² Aplicações financeiras de curtíssimo prazo basicamente lastreadas por títulos públicos.

da economia, inclusive a cambial. A passividade monetária aliada à indexação generalizada inseriu inércia na trajetória inflacionária. Portanto, a moeda indexada adia, mas não impediria a trajetória hiperinflacionária.

A partir de 1991, foi iniciado o tardio processo de abertura da economia, tanto comercial³ quanto financeira, o que vinha ao encontro das negociações com o credores externos. Paralelamente, houve alteração do regime cambial, com a adoção do regime de flutuação suja, mas que, na prática, dava continuidade ao regime de indexação cambial, em função da marcante presença do banco central no mercado de câmbio. A manutenção das taxas de juros elevadas e a estabilidade cambial passaram a atrair grande influxo de capital, potencializando a aceleração da inflação, além de alimentar o endividamento público, em função das políticas de esterilização.

Foi nesse contexto que surgiu o Plano Real, em 1994. O diagnóstico era de que o regime fiscal era causa primária da inflação, mas havia um forte componente de inércia na trajetória inflacionária que impedia a eficácia de políticas denominadas ortodoxas de combate à inflação num primeiro momento. Pelo contrário, correr-se-ia o risco de jogar a economia na hiperinflação, pois as taxas de juros subiriam muito, levando os agentes a esperarem o calote do governo, forçando o banco central a emitir moeda. A recomendação era, portanto, romper a inércia inflacionária antes de adotar instrumentos convencionais de política econômica.

Eliminar a indexação numa economia com memória inflacionária tão arraigada era um desafio. Imposições governamentais proibindo a indexação já haviam provado ser ineficazes. Assim, a estratégia do governo foi se utilizar da própria indexação para combatê-la. Na primeira etapa do Plano, em março de 1994, foi criada de uma nova unidade de conta denominada Unidade Real de Valor (URV), cujo valor era determinado pela variação de três índices de inflação.⁴ O objetivo era coordenar e uniformizar os ajustes de preços na economia de acordo com um único indexador, criando algo próximo da indexação perfeita e com credibilidade. A URV também era o parâmetro de negociação do dólar com o banco central. Em julho do mesmo ano, com a economia já adaptada à URV, foi criada uma nova moeda, o real, com paridade de um

³ Parte importante dos incentivos à exportação foram abolidos. Do lado das importações, iniciou-se com a eliminação de regimes especiais, logo eliminando restrições quantitativas (quotas) e, finalmente, iniciando um processo gradual, de quatro anos, de diminuição tarifária. A taxa de proteção efetiva média caiu de 80% entre 1985-88 para 41% entre 1989-93 e 21% entre 1994-97. Ver Ferreira e Rossi (1999).

para um com o dólar, substituindo a URV. Essas duas etapas garantiram a ruptura da indexação e, como consequência, houve queda imediata das taxas de inflação.

A queda da inflação gerou aumento real dos salários, que associado ao retorno do crédito na economia, causou vigoroso aumento da demanda e da atividade econômica. A resposta do governo à pressão de demanda foi um elemento fundamental para o desenrolar do Plano Real. O instrumento básico de política econômica foi a elevação dos juros, ao invés de conduzir política fiscal contracionista, trazendo grandes dificuldades para a economia.

4.2 Regime de política econômica

a) Regime cambial

Nos primeiros meses de implantação do Plano Real, entre julho e setembro de 1994, o banco central praticamente não fez intervenções no mercado de câmbio e havia, na prática, um regime de câmbio flutuante. Era um sistema conveniente diante do movimento de remonetização da economia causado pela queda brusca da inflação. Como houve acentuada apreciação da taxa nominal de câmbio, em outubro, o banco central passou a adotar informalmente o sistema de bandas cambiais com largura bastante estreita. (0,5% - 0,6%)

A apreciação nominal do câmbio foi causada pelo volumoso influxo de capitais estimulado pelas taxas de juros acima das taxas internacionais. Não se deve desconsiderar, entretanto, a importância da elevada liquidez internacional para também explicar o influxo de capitais.³

Cabe destacar que, uma vez que a apreciação nominal contribuiu para a queda mais rápida da inflação, em função do seu impacto sobre os preços dos bens *tradable*, o governo adotou uma postura passiva, no sentido de não tomar medidas mais drásticas para reduzir a apreciação. Naquele momento, não havia preocupação com o desequilíbrio nas contas externas, devido à oferta bastante elástica de fundos no mercado internacional.

⁴ Os índices eram o IPC-FIPE, INPC Amplo-IBGE e IGPM-FGV.

³ Cardoso e Goldfajn (1998) encontram evidências empíricas da importância de fatores externos e internos para explicar o influxo de capitais, sendo que após a abertura aumentou a importância dos fatores internos. Numa economia mais fechada, a elevação dos juros não implica influxo de capitais de curto prazo. A entrada de capitais se dá via aumento da dívida externa, conforme as condições de liquidez internacional.

O aquecimento econômico causado pela estabilização de preços alimentava a deterioração da balança comercial e a própria apreciação real do câmbio, ao pressionar para cima o preço dos bens *non-tradable*. A economia passou a apresentar déficit comercial e o balanço de serviços, tradicionalmente deficitário diante dos compromissos externos, ficou mais deteriorado. Assim, o superávit na conta de capitais tinha a função de financiar o déficit em transações correntes. Porém, uma vez que o influxo de capitais foi muito elevado, o país passou a acumular reservas internacionais. A economia caiu num círculo vicioso em que juros elevados e estabilidade cambial causavam o influxo de capitais, que geravam apreciação cambial e déficit em transações correntes, exigindo juros mais elevados para atrair capitais.

Em dezembro de 1994, o Brasil sofreu o impacto do Efeito Tequila, com perda de US\$2 bilhões de reservas internacionais e queda nas bolsas. A crise mexicana serviu como um alerta ao problema da significativa apreciação cambial, pois não seria possível manter essa estratégia por muito tempo, em função da vulnerabilidade a ataques especulativos.

Essa percepção levou o governo a desvalorizar o câmbio em 5% e a adotar formalmente o regime de bandas cambiais, a partir de março de 1995. O objetivo era impor um piso à taxa de câmbio. Porém, a desvalorização efetuada estava longe de ser suficiente para eliminar a defasagem cambial e, como o anúncio do regime de bandas foi mal administrado, gerou instabilidade no mercado e perda de reservas que atingiram US\$6 bilhões.

Em maio de 1995, a perda de reservas foi revertida e o banco central restaurou a confiança no regime, com o anúncio que o limite superior da banda seria mantido, ao contrário do que havia sido feito em março. O câmbio nominal voltou a se apreciar e passou a ficar mais próximo do piso da banda. Em julho, as reservas já haviam voltado ao patamar pré-crise.

A adoção do regime de bandas cambiais, que tem a lógica de um câmbio fixo, seria a terceira etapa do Plano, com a instituição formal da âncora cambial. Na prática, já vigorava a âncora cambial, uma vez que havia relativa estabilidade da taxa nominal de câmbio, mas sua formalização é um fator que contribui para a credibilidade do regime, uma vez que envolve o compromisso com uma regra de atuação da autoridade monetária.

A partir de setembro daquele ano, o banco central passou a realizar a correção do câmbio nominal prefixada em 7% ao ano, fazendo o ajuste da banda conforme a taxa de câmbio se aproximasse do seu teto, o que caracteriza um regime de *crawling peg*. Essa estratégia não foi suficiente para corrigir a perda de competitividade e recuperar o superávit na balança comercial.

De meados de 1995 até a crise asiática, o país contou com conjuntura internacional favorável, com excepcional liquidez internacional, o que permitiu o financiamento do desequilíbrio externo. A conjuntura internacional também viabilizou o programa de privatizações, gerando o aumento do investimento direto. Paralelamente, o país contou com o aumento de preços de produtos agrícolas no mercado internacional, como café e soja, gerando termos de troca mais favoráveis, contribuindo para o crescimento de 11% nas exportações totais, em 1997.

Na crise asiática, o movimento de desvalorização cambial que ocorreu em vários países da região, a contração da demanda mundial e a queda dos preços das *commodities* aumentaram o tamanho do ajuste cambial necessário para reequilibrar o economia, exigindo maiores ganhos de produtividade na economia.

É possível que os ganhos de produtividade observados na década de 1990⁶ possam ter elevado a taxa real de câmbio de equilíbrio, reduzindo, portanto, a defasagem cambial. Mas há limites para esse movimento. Além disso, o ganho de competitividade deve ser relativo aos parceiros comerciais.

A indicação da existência de apreciação real é o desempenho da balança comercial, que manteve-se persistentemente deficitária, mesmo transcorrido o período inicial de aquecimento da economia no Plano Real e antes mesmo do aprofundamento da crise internacional, sem sinalizar a possibilidade de recuperação.

Na realidade, o movimento de apreciação cambial real interrompeu-se em meados de 1996 diante das correções do câmbio nominal e da convergência da taxa de inflação. Até a crise russa, em agosto de 1998, o câmbio real manteve-se num patamar relativamente constante e, a partir daí, foi acelerado o ritmo de desvalorizações. Mas não o suficiente para garantir a manutenção do regime cambial. O resultado foi a crise

⁶ Ver Ferreira e Rossi (1999).

cambial sofrida em janeiro de 1999, quando o banco central tentou realizar uma desvalorização de 8%, mas acabou sendo forçado a deixar o câmbio flutuar.

Quanto ao grau de abertura comercial, o país tem ainda baixa inserção na economia mundial, sendo que durante o Plano Real o processo de abertura foi influenciado pela ênfase da política econômica na preservação da âncora cambial, havendo avanços e recuos na liberalização de tarifas frente às oscilações do déficit comercial.

O processo de abertura financeira iniciou-se basicamente em 1991, sendo que a renegociação da dívida externa propiciou a retomada do influxo de capitais ao país, revertendo o saldo líquido negativo em 1992. No Plano Real, a estabilidade cambial associada ao aprofundamento da abertura, contribuiu para intensificar o influxo de capitais.

Em função da adoção de controles de capitais, a abertura financeira do país é imperfeita, mas com a ressalva de que, segundo Cardoso e Goldfajn (1998), a eficácia dos controles é limitada, conseguindo alterar o fluxo de capitais por apenas dois meses.

Outra observação desses autores é que a utilização dos controles de capitais respondeu ao comportamento do fluxo de capitais, sendo os controles endogenamente determinados. Conclui-se, portanto, que o grau de abertura financeira e também comercial do país foi condicionado pelo objetivo de manutenção do regime cambial.

Concluindo, o regime cambial era caracterizado pelo regime de bandas com desvalorização prefixada, no âmbito de um plano de estabilização de âncora cambial, e relativa abertura financeira. Em comparação ao regime extremo de câmbio fixo e plena mobilidade de capitais, o regime cambial no Brasil impunha, em princípio, menores restrições à política econômica. Porém, não é dispensada a disciplina monetária e fiscal para garantir a sustentabilidade do regime, principalmente no contexto de um plano de estabilização e num processo de aprofundamento da abertura financeira, além da própria apreciação cambial.

b) Regime monetário

A criação de moeda torna-se endógena no regime de bandas cambiais, mas não impede o controle da moeda no curto prazo, dada abertura imperfeita ao fluxo de capitais. A pressão monetária advinda do influxo de capitais pôde ser parcialmente compensada pelas políticas de esterilização, assim como a perda de reservas pôde ter seu impacto monetário amenizado. Como é discutido no próximo capítulo, o nível de reservas

internacionais em relação ao MI reduziu-se ao longo dos anos, o que significa que o banco central não perdeu seu poder discricionário com a adoção da âncora cambial, configurando-se, na realidade, um controle monetário mais frouxo.

O instrumento principal de política monetária foi a taxa de juros. No início do plano de estabilização, os juros elevados visavam conter o previsível aumento da demanda agregada. Mas sua eficácia era reduzida e não se obteve o efeito desejado sobre a balança comercial. Alguns fatores adicionais contribuíram para isso, como a reabertura do crédito ao consumidor e volumoso o ingresso de capitais ampliando o aquecimento econômico.

Mas se política de juros altos mostrou-se ineficaz para controlar a demanda agregada no curto prazo, o mesmo não ocorreu com a oferta agregada ao longo do tempo. A insistência prolongada na taxa de juros elevada comprometeu a competitividade das empresas e o crescimento econômico. Portanto, eliminou-se a possibilidade de gerar excedente exportador. Como agravante, os depósitos compulsórios elevados e a cunha fiscal tornavam os juros para o tomador de recursos proibitivos. Provavelmente, a retração econômica não foi mais grave, pois as empresas de maior porte contavam com a possibilidade de endividamento externo.⁷ A política de deflação competitiva, necessária para gerar a depreciação real da moeda, era, portanto, equivocada diante da sua pequena eficácia e elevado custo.⁸

De forma geral, a condução da política monetária centrou-se na manutenção das taxas de juros em patamares extremamente elevados, sendo seu principal papel incentivar o influxo de capitais e defender as reservas. Devido à maior flexibilidade cambial, a taxa de juros necessariamente teria que ser mais elevada, mas esse não foi o principal condicionante das taxas de juros, mas sim a expectativa de desvalorização cambial, especialmente nos momentos de maior instabilidade internacional. Pode-se considerar ainda o possível risco de calote embutido nos títulos da dívida pública, que apresentavam crescimento não sustentável.

As oscilações na taxa de juros foram determinadas principalmente pelo desempenho do fluxo de capitais. Nos episódios de turbulência internacional, rapidamente o governo reagia elevando a taxa de juros para compensar o aumento do risco cambial, uma vez

⁷ Contribuição do Prof. José Roberto Mendonça de Barros.

que era o principal e praticamente único instrumento de defesa do regime cambial. Passada a crise, as taxas de juros custavam a recuperar o patamar anterior, com o ônus de realimentar a dívida pública e prejudicar o lado real da economia.

Em termos operacionais, o banco central balizava o piso (TBC) e o teto (TBAN) dos juros básicos, e o mercado determinava o juros de mercado (SELIC). Outra característica é que o prazo médio da dívida pública ampliou-se a partir de 1995, graças à estabilização, melhorando o controle da política monetária. Mas o governo mudou a condução da política monetária, em junho de 1998, e voltou a realizar a política conduzida no período inflacionário, caracterizada pela fixação diária das taxas de juros nas operações de mercado aberto, conforme o necessário para manter a demanda de títulos públicos, e fazendo a “zeragem” das posições dos bancos em títulos públicos no final do dia. O motivo foi a tendência do mercado financeiro de só aceitar títulos públicos prefixados com taxas de juros suficientemente elevadas diante das incertezas da economia. A saída do banco central foi vender títulos pós-fixados para reduzir as incertezas no mercado e evitar taxas de juros mais elevadas que onerariam o tesouro. O resultado foi que a dívida indexada passou a dominar, correspondendo a aproximadamente 60% da dívida mobiliária.

Cabe ressaltar que, a passividade causada pela fixação de juros não teve impacto inflacionário, como ocorria antes do Plano Real, uma vez que a inércia inflacionária havia sido rompida, as taxas de juros mantiveram-se extremamente elevadas e as taxas de inflação eram baixas e até negativas.

A eficácia da política de juros altos para defender o regime cambial de ataques se reduziu notadamente após a crise russa. São várias as considerações a esse respeito. A primeira é que, em função do aumento do risco cambial diante da crescente evidência de inconsistência dos fundamentos, a taxa de juros tinha que ser proporcionalmente mais elevada para garantir o influxo de capitais. Segundo, a própria incerteza na economia mundial reforçava a necessidade de elevar os juros. Os dois fatores conjuntamente implicaram uma menor sensibilidade do influxo de capitais ao aumento dos juros, o que pressionava por maior elevação deste último.

* Almonacid e Scrimini (1999) calcularam que para equilibrar o saldo comercial seria necessário produzir uma recessão em torno de 13%.

O terceiro aspecto é que, em função do impacto do juro no crescimento da dívida pública, no desemprego e na atividade econômica, elevou-se a vulnerabilidade do país a ataques. Isso sugere que a taxa de juros ultrapassou o nível ótimo que permite adiar uma crise cambial. Assim, na tentativa de garantir a mesma eficácia da taxa de juros para atrair capitais, o banco central foi levado a subir os juros, mas possivelmente o limite ótimo foi excedido.

O equívoco do governo residiu não na elevação dos juros em si, pois isso necessariamente ocorreria para compensar a expectativa de desvalorização cambial, mas sim na concentração da defesa do regime utilizando praticamente apenas um instrumento de política.

Um instrumento não convencional de defesa do regime cambial foi a emissão de títulos cambiais. No período inflacionário, era significativa a participação dos títulos indexados ao dólar, chegando a 17,3% em 1993. Com a estabilização da economia, essa taxa caiu para 5,3% em 1995, mas a partir daí voltou a crescer novamente, atingindo a cifra de 21% em 1998. O setor privado buscou proteção cambial nessas operações. Esse movimento reflete a maior expectativa de desvalorização cambial ao longo dos anos, podendo constituir um indicador de perda de credibilidade na política econômica.

Outro instrumento utilizado foi a intervenção do governo no mercado futuro de câmbio, ofertando opção de venda futura de câmbio com o intuito de atuar sobre as projeções das desvalorizações e reduzir o risco cambial. Apesar de sua eficácia de curto prazo, essa não é uma medida capaz de evitar um ataque especulativo, pois apenas reduz o risco cambial, mas não elimina o movimento de ataque contra as reservas para a remessa de recursos ao exterior.⁹ Outro aspecto dessa intervenção é que, possivelmente, ela gerou um problema de *moral hazard* no mercado financeiro.

O regime monetário pode ser então caracterizado pela ausência de arranjos institucionais que garantissem o controle monetário, o que se refletiu no poder discricionário do banco central, no curto e médio prazo, produzindo um controle monetário mais fraco, apesar da disciplina exigida pelo regime cambial. Dessa forma, o instrumento de política monetária resumiu-se praticamente à manutenção da taxa de juros em patamares altos, graças às políticas de esterilização, com elevação acentuada nos períodos de turbulência internacional e resistência para queda posteriormente. As

conseqüências foram a perda de eficácia desse instrumento e seu impacto real e nas contas públicas.

c) Regime fiscal

No Plano Real o regime fiscal não foi recuperado. Mesmo assim, o país pôde conduzir a queda da inflação. O motivo é que a dinâmica inflacionária estava determinada predominantemente pela inércia da inflação e não exatamente pelo financiamento monetário, apesar deste estar na raiz do processo inflacionário.

Mas isso não quer dizer que a estabilização prescindia o equilíbrio fiscal. Em princípio, a sustentabilidade de longo prazo de um regime de âncora cambial depende da estabilidade do regime fiscal, uma vez que o déficit público não pode ser financiado por emissão monetária. Mas essa é uma condição de longo prazo. Havendo o espaço para o endividamento público, é possível no curto ou médio prazo evitar as restrições impostas pelo regime cambial.

No Brasil, a estabilização de preços e o ganho de credibilidade do governo ampliou a capacidade de endividamento interno, que anteriormente tinha seu crescimento limitado, devido à instabilidade inflacionária.¹⁰ Porém, para garantir a sustentabilidade de longo prazo das bandas cambiais eram necessários ajustes e reformas para recuperar o regime fiscal, como reforma tributária, reforma administrativa, reforma da previdência, etc. Entretanto, o governo não conseguiu encaminhar de forma apropriada as necessárias reformas, exceto as privatizações, e os ajustes fiscais conduzidos foram, grosso modo, bastante limitados e com objetivos de curto prazo.

No início do Plano Real, a única medida no sentido de melhorar as contas públicas e, conseqüentemente, gerar expectativas favoráveis, foi a criação do Fundo Social de Emergência, em março de 1994, posteriormente denominado Fundo de Estabilização Fiscal. O Fundo foi sistematicamente renovado¹¹ e consiste na desvinculação de receitas do governo federal, visando maior margem de manobra para realizar gastos, aumentando também a eficiência do instrumento fiscal. Não é gerada receita extra ao setor público.

⁹ Contribuição do colega do IPE Rodrigo Octavio Marques.

¹⁰ A moeda indexada gerava uma demanda cativa por títulos públicos. Porém, com o receio de calotes e de perdas de capital devido à taxa real de juros baixa ou até negativa, havia fuga de capitais e demanda por ativos substitutos à moeda indexada. Era um movimento menos intenso em comparação à Argentina, que sofria a dolarização, mas o suficiente para limitar o crescimento da demanda de títulos públicos.

Num primeiro momento, o governo contou com resultados fiscais favoráveis, devido ao aumento da arrecadação tributária, que saltou de 25,8% do PIB, em 1993, para 29,8%, em 1996. A elevação da arrecadação é previsível em planos de estabilização de âncora cambial, em função do aquecimento econômico que se segue à queda rápida da inflação. Esse resultado requer, portanto, cautela na análise do regime fiscal, uma vez que o ganho de arrecadação não é permanente. Por outro lado, o governo perdeu a receita de senhoriagem que atingia em torno de 2% a 3% do PIB.¹²

Cabe destacar que o aumento da receita não poderia gerar paralela melhoria nos resultados fiscais, em função da estrutura enrijecida de gastos criada pela Constituição de 1988 com a vinculação orçamentária.

O desempenho fiscal foi se deteriorando no decorrer do tempo. Houve descontrole fiscal, com a condução de política fiscal expansionista, e o resultado foi o aumento do déficit público primário, revertendo o superávit dos anos anteriores. No conceito operacional, o resultado foi bastante perverso, em função do pagamento dos encargos da dívida pública, impostos pela políticas de esterilização e pelos juros elevados. Com a taxa real de juros bastante acima da taxa de crescimento econômico e sem contar com o imposto inflacionário ou com superávites primários suficientes, não havia outro resultado possível senão a trajetória explosiva da dívida pública.

Cabe destacar, que os recursos das privatizações, que foram aceleradas a partir do Plano Real, apesar de direcionados para a redução do estoque da dívida pública, não puderam impedir seu acentuado crescimento.

A política fiscal jamais poderia ter sido expansionista. Na primeira etapa do plano de estabilização, uma contração fiscal era necessária para controlar a demanda agregada, sem sacrificar demasiadamente o setor privado com juros elevados. Posteriormente, já sob o impacto das crises externas, o controle fiscal deveria compensar a pressão sobre o déficit operacional exercida pelo aumento das taxas de juros.

Na crise mexicana, não houve ajuste fiscal ou mudança de rumo na política fiscal, o que determinou o contínuo aumento do déficit público. Já na crise asiática, o governo foi obrigado a realizar ajustes na política fiscal. O caminho escolhido não foi o de um ajuste profundo que desse início à recuperação do regime fiscal, mas sim algo urgente e

¹² O Fundo foi renovado em março de 1996 e em novembro de 1997, no âmbito do ajuste fiscal.

paliativo. Foi anunciado um pacote de 51 medidas que compensassem o custo fiscal da inevitável elevação da taxa de juros para defender o regime cambial.¹² Com o sucesso da defesa do real e a melhora temporária da conjuntura externa, muitas medidas não foram implementadas, comprometendo a credibilidade do governo. Foi o primeiro abalo mais significativo, pois até então, graças ao êxito antiinflacionário e ao sucesso das privatizações, o governo tinha credibilidade interna e externa, mesmo não tendo concretizado as reformas prometidas.

O contágio da crise russa levou o governo a anunciar, no final de outubro de 1998, novas medidas fiscais, com promessa de cortes orçamentários e, principalmente, elevação da arrecadação, desta vez no âmbito de um acordo com o FMI. Mas o governo não contava com credibilidade e nem com a mesma margem de manobra política e constitucional para garantir o ajuste. A carga tributária já havia se elevado demasiadamente, desde a implantação do Real, e o denominado “pacote 51” não havia sido plenamente cumprido. Pelo contrário, as despesas de custeio e investimento subiram no final de 1998, provavelmente por conta da busca da reeleição presidencial.

Como agravante, as medidas fiscais de 1998 caminharam no sentido oposto ao de uma reforma fiscal necessária para aumentar a eficiência do sistema econômico. Além disso, parte importante do pacote fiscal, após aprovado com dificuldade, passou a sofrer uma onda de contestações judiciais,¹⁴ evidenciando a precariedade do ajuste, ameaçando severamente sua eficácia.

Há muitas questões importantes no campo institucional que não foram solucionadas e continuam a impor constrangimentos à política fiscal. Um exemplo é previdência social, cuja reforma é considerada uma das medidas mais importantes, não apenas porque o déficit é elevado hoje, mas também porque pode-se esperar uma taxa elevada de crescimento no futuro. Em 1998, o déficit da previdência do setor privado (INSS) representou 0,94% do PIB e o da previdência do funcionalismo público federal, 2,03% do PIB.

Outro ponto são as dívidas de estados e municípios nos bancos estaduais e, predominantemente, no Banco do Brasil; juntos eles carregam em torno 78% do total

¹² Ver Pastore e Pinotti (1994).

¹³ Ver Pastore e Pinotti (1997).

¹⁴ A cobrança da contribuição previdenciária de inativos e pensionistas da União, o aumento de 50% da alíquota da Cofins e a CPMF.

que circula no mercado. Um eventual calote consumiria o patrimônio do Banco do Brasil. Os bancos vão ser beneficiados com o pacote de refinanciamento da dívidas de estados e municípios, mas esse é um outro elemento de dificuldade para a política macroeconômica.

A reforma tributária está na agenda de reformas há muitos anos e sempre acaba sendo adiada. É necessário aumentar a eficiência do sistema e assim reduzir o risco-país. A reforma não necessariamente resulta em ganhos de arrecadação no curto prazo, pelo contrário, sendo esse talvez o motivo para a relutância em promovê-la.

O regime fiscal não foi, portanto, aprimorado com o Plano Real, persistindo a fragilidade do período inflacionário. Num primeiro momento, a debilidade do regime foi camuflada pela elevação da receita tributária e o influxo de capitais compensando a insuficiente poupança interna. Porém, rapidamente ficou evidente a condução da política fiscal expansionista, quando deveria ser contracionista, evidenciando um regime fiscal instabilizante.

Na realidade, o ajuste fiscal não seria suficiente para neutralizar o efeito perverso da taxa de juros sobre o déficit público, dada a dimensão do risco cambial. Entretanto, seria fundamental, tanto para aliviar o uso do instrumento monetário, como para gerar um efeito de expectativas favoráveis, conduzir política fiscal contracionista e avançar nas reformas do setor público.

d) Regime de política econômica

O regime de política econômica no Brasil era caracterizado por pequena flexibilidade cambial e mobilidade imperfeita de capitais, que demandam disciplina monetária e fiscal como condição para sua sustentabilidade, ainda que menos do que comparativamente ao regime câmbio fixo com plena mobilidade. Porém, o país não dispunha de regimes monetário e fiscal que garantissem a necessária disciplina na política econômica. Não foram introduzidos arranjos monetários para reduzir o poder discricionário do banco central, além do próprio regime cambial, e o regime fiscal não foi recuperado, resultando em controle monetário frouxo e política fiscal expansionista, implicando taxas de juros elevadas para compensar o elevado risco cambial. Configurase, portanto, um regime instável.

Por trás da decisão de manter o regime cambial havia obviamente uma relação de custo-benefício. O custo de desvalorizar seria, em grande parte, o aumento da inflação e a

perda de poder político pelo rompimento de um compromisso. O custo político era muito importante, uma vez que o governo se elegeu graças à conquista da estabilidade da moeda. O peso dado à estabilização era muito superior ao dado ao objetivo de crescimento econômico.

Com a opção de não desvalorizar, havia apenas um instrumento de política econômica, a elevação dos juros, não sendo possível atingir dois objetivos, no caso o crescimento e equilíbrio externo. Configurou-se, portanto, uma restrição externa ao crescimento.

5. Breve comparação entre os regimes de política econômica

Resumidamente, é possível destacar os principais pontos de divergência entre os regimes de política econômica dos países. A primeira diferença refere-se ao regime cambial, apesar do uso unânime da âncora cambial. O regime chileno era mais flexível e o país tinha menor abertura financeira. No outro extremo, a Argentina adota um regime bastante rígido e com plena abertura financeira, e ainda no contexto de um plano de estabilização de preços. O Brasil tinha um regime intermediário em ambos os aspectos.

O regime fiscal do Chile é nitidamente estabilizante, ao contrário do brasileiro que impõe severos limites à condução da política econômica. Já a Argentina encontra-se numa posição intermediária. O país obteve alguns avanços no sentido da disciplina fiscal, mas não o suficiente para conquistar a estabilidade do seu regime.

O regime monetário do Chile tem algumas peculiaridades, no caso a adoção das metas inflacionárias. O regime da Argentina dispensa arranjos monetários, uma vez que seu próprio regime cambial garante a disciplina monetária. Já o Brasil, além do seu regime cambial não impedir o descontrole monetário, o país não dispunha de arranjos que garantissem a disciplina monetária.

Por fim, enquanto o Chile foi pioneiro nas reformas estruturais na América Latina, a Argentina e o Brasil as conduziram mais recentemente e em menor amplitude, principalmente o Brasil, que ainda pouco avançou nesse aspecto.

As diferenças nos regimes de política econômica de Chile, Brasil e Argentina implicam diferentes restrições na política econômica e, portanto, diferentes reações do governo nos períodos de pressão cambial.

O regime chileno destaca-se dos demais por sua estabilidade. O regime cambial impunha menos restrições à política econômica, mas mesmo assim a disciplina monetária e fiscal eram garantidas por um regime monetário bem estruturado e um regime fiscal estabilizante.

A Argentina não conta com um regime tão estável quanto do Chile, havendo sinais de instabilidade, em função do rigor do seu regime cambial. O regime de política econômica depende, portanto, do bom desempenho de condicionantes externos para sua durabilidade, principalmente do desempenho do Brasil, seu principal parceiro comercial. Mas por trás desse regime há um governo que, ao longo dos anos, reafirmou

o compromisso com o regime cambial, por meio de reformas para recuperar o regime fiscal e promover ganhos de produtividade da economia. Além disso, a dolarização da economia é um fator que eleva o custo de se abrir mão do regime cambial.

O regime brasileiro era nitidamente instável. Apesar do regime cambial ser mais flexível do que o da Argentina, a baixa qualidade dos regimes monetário e fiscal comprometiam a condução da política econômica. Como agravante, não houve a contrapartida de esforços governamentais para recuperar a estabilidade do regime, o que implicou formação de expectativas instáveis quanto à sua durabilidade.

Assim, pode-se esperar um melhor desempenho econômico geral do Chile, com decisões de política econômica mais prudentes e maior flexibilidade nas respostas de política econômica diante das pressões cambiais mais agudas nos episódios de crise mundial. E, uma vez que o desempenho econômico e as respostas de política econômica condicionam o comportamento dos fundamentos, pode-se esperar fundamentos mais consistentes do Chile, seguido de Argentina e Brasil. Esse ponto é investigado no próximo capítulo.

1. Aspectos Metodológicos

O objetivo da análise empírica é verificar o desempenho das variáveis econômicas dos países e, assim, avaliar se a sua evolução pode ter contribuído para os diferentes impactos dos três episódios de crise mundial nos países.

Uma vez que as crises cambiais estão relacionadas à inversão da disponibilidade de capitais externos, em função da mudança da disposição dos investidores de continuar financiando déficits externos sistemáticos, uma forma de avaliar a vulnerabilidade a ataques especulativos seria a análise da sustentabilidade do déficit em transações correntes, baseado no conceito de solvência.¹

Na realidade, o conceito de sustentabilidade é mais amplo do que o de solvência, que está limitado à capacidade de um país de atender à restrição orçamentária intertemporal. Se o país apresenta déficit externo sistemático, em algum momento deverá haver uma reversão para superávit, para que seja possível honrar os compromissos externos.² Já o conceito de sustentabilidade inclui o comportamento do governo, pois existe a possibilidade do país ter recursos, mas optar por não honrar os compromissos para evitar sacrifícios da sociedade. Também é possível considerar as incertezas do credor em relação à inabilidade ou desinteresse do governo em honrar suas obrigações externas diante de choques adversos.

Inserindo microfundamentos na análise de solvência para abordar o comportamento do governo e dos agentes, é possível enunciar a seguinte proposição: há sustentabilidade se a continuidade das políticas indefinidamente não comprometer a solvência, tal que a reversão de déficit em transações correntes para superávit ocorra de forma natural, sem

¹ A discussão sobre sustentabilidade que se segue é baseada em Milesi-Ferreti e Razin (1996).

² A condição de solvência é que obrigações externas (pagamento de juros e principal do estoque de passivos externos) se igualem ao valor presente descontado de futuros saldos comerciais (diferença entre produto e absorção). No estado estacionário, quando a absorção tem valor constante como parcela do PIB, o superávit externo deve cobrir os juros da dívida, descontando a parcela que acompanha o crescimento econômico. A medida de solvência é o superávit necessário para tal. Se a taxa de juros for inferior à de crescimento, é possível manter déficits permanentes. Caso contrário, é necessário gerar superávites para manter o passivo externo inicial em relação ao produto constante.

crises cambiais forçadas por eventos exógenos ou por reversão das expectativas dos agentes. Empiricamente, é feita a previsão do saldo de transações correntes pelo modelo, e a diferença entre a trajetória esperada e a efetiva indica a sustentabilidade.

Essa abordagem tem algumas sérias limitações. A primeira é em relação às hipóteses embutidas no modelo, como de estado estacionário, que é inadequada para países em desenvolvimento que estejam em transição para um nível maior de taxa de crescimento. Um déficit externo gerado pelo aumento da renda permanente não constitui um indicador de não-sustentabilidade. Outra hipótese é a de perfeição de mercado, sem assimetria de informações ou *moral hazard*. As imperfeições tornam a oferta de recursos externos menos elástica e crescente com os juros, principalmente em países em desenvolvimento mais suscetíveis a choques externos e com incentivos a anunciar moratórias.

A segunda limitação é ignorar fatores relacionados à disposição dos investidores internacionais de emprestar recursos que não estão relacionados ao estoque de dívida externa.

O terceiro ponto é que a abordagem é insuficiente, quando não irrelevante, para a avaliação da vulnerabilidade a crises cambiais, pois não incorpora variáveis que são importantes empiricamente nessas avaliações.

Outra forma de conduzir a avaliação da vulnerabilidade a crises cambiais seria verificar a evolução dos fundamentos econômicos, que na literatura empírica são considerados indicadores antecedentes.³ Essa é a opção do presente trabalho.

Não é objetivo da tese verificar, como é feito convencionalmente na literatura empírica, quais as variáveis relevantes para explicar ou prever a ocorrência de ataques especulativos nos países em conjunto ou isoladamente, mas sim uma análise informal comparativa dos países, verificando o grau de deterioração dos fundamentos ao longo do período e o nível de inconsistência atingido.

Outra opção presente na literatura empírica é a comparação do comportamento de um conjunto de indicadores econômicos, considerando sua volatilidade e evolução, no período “de crise” e no período “tranquilo”. Geralmente, estipula-se o período tranquilo ocorrendo um ano e meio antes e depois da crise, totalizando três anos ao redor da

³ Para uma avaliação dos indicadores antecedentes utilizados na literatura empírica, ver Kaminsky, Lizondo e Reinhart (1997).

mesma. Quanto maior a fragilidade da economia, maior o número de indicadores que apresentam comportamento anormal antes da crise. Como as crises mundiais, mexicana e, principalmente, asiática e russa ocorreram num intervalo de tempo muito estreito, é impossível discernir inequivocamente o período tranquilo do período de crise. Assim, em função da proximidade temporal dos episódios de ataque, é abandonada essa alternativa.

As crises cambiais estão relacionadas a uma conjunção de fatores inter-relacionados e não à robustez de determinadas variáveis, e isso se reflete nos resultados dos trabalhos empíricos, os quais indicam não haver um conjunto específico de indicadores que explicam os vários episódios de crise cambial na experiência internacional.⁴ Assim, neste trabalho, optou-se por incorporar um número maior de informações para a análise, considerando fatores estruturais e variáveis macroeconômicas, que se interagem e, conjuntamente, indicam a vulnerabilidade do país a crises cambiais. Entretanto, sendo a avaliação informal, há a desvantagem de não se obter uma análise quantitativa ou formal da sustentabilidade de um regime cambial, além da impossibilidade de quantificar alguns indicadores.

Alguns indicadores incluídos na análise não são tradicionalmente considerados na literatura empírica de crises cambiais ou então são considerados, mas não tem se mostrado estatisticamente relevantes para explicar a ocorrência de ataques. Essa questão não é vista como um problema, uma vez que a escolha dos indicadores deriva da literatura teórica ou é sugerida por ela.

Nesse sentido, a análise empírica deste trabalho não segue o padrão dos trabalhos realizados na literatura. Mas há outros exemplos na literatura empírica de análises não formais, como Milesi-Ferreti e Razin (1996 e 1998) e Dornbusch, Goldfajn e Valdés (1995).

Antes de prosseguir a análise empírica, é necessário medir o grau de severidade do impacto das crises externas em cada país, para verificar se se confirma a percepção de que a crise mexicana abalou mais a Argentina; a crise asiática, o Chile; e a crise russa, o Brasil.

⁴ Para uma avaliação dos resultados de literatura empírica, ver Kaminsky, Lizondo e Reinhart (1997).

Isso é feito através da construção de um índice de pressão no mercado cambial, adaptando o que é encontrado na literatura, como em Eichengreen, Rose e Wyplosz (1995) e Sachs, Tornell e Velasco (1996c).

Quando o país sofre o contágio e a conseqüente pressão especulativa no mercado cambial, o governo pode optar por defender ou não a paridade cambial. Sua reação pode envolver a desvalorização cambial, a elevação dos juros e a perda de reservas internacionais. Quanto maior a necessidade de defesa da política cambial ou de ajuste do câmbio, maior é considerado o impacto da crise externa.⁵ Dessa forma, o Índice de Pressão Cambial (IC) é uma soma ponderada das seguintes variáveis: perda de reservas internacionais (R), elevação da taxa de juros (i) e desvalorização cambial (e), tal que:

$$IC_{j,t} = \alpha(\% \Delta e_{j,t}) + \beta(\% \Delta i_{j,t}) + \gamma(-\% \Delta R_{j,t}),$$

sendo j o país, t o período mensal, e α , β , γ os pesos, tal que a soma seja 100%. Os pesos são determinados de forma a igualar as variâncias das componentes, para evitar que uma variável de maior volatilidade domine o Índice. Quanto maior a volatilidade da variável, menor o peso a ela atribuído.

Feito o ordenamento dos países, conforme o maior impacto da crise nos três episódios, passa-se para a análise dos fundamentos. As variáveis estão divididas em blocos, segundo o seguinte critério: *Indicadores externos*, contendo variáveis relacionadas ao objetivo de equilíbrio externo, que se refere à sustentabilidade do déficit em transações correntes; *Indicadores internos*, que inclui variáveis relacionadas ao objetivo de equilíbrio interno, expresso por equilíbrio fiscal, inflação baixa e crescimento econômico; e *Indicadores de política econômica*, indicando as opções de utilização dos instrumentos de política econômica em cada país.

Adicionalmente, são incluídos *Indicadores estruturais*, que condicionam o desempenho econômico geral do país e podem, em última instância, potencializar a vulnerabilidade a ataques especulativos.

Uma vez que os países sofreram maior pressão cambial nos episódios de crise mundial e o objetivo da tese é exatamente compreender os diferentes impactos das crises nas

⁵ O índice de pressão cambial não é utilizado na literatura com o propósito de verificar a severidade de um contágio, mas sim para construir uma variável *dummy* que indique se o país sofreu ou não um ataque, para posteriormente, através de modelos PROBIT, verificar quais os fundamentos foram relevantes para explicá-lo.

economias, é necessário verificar a existência de *Canais de Contágio*, que é o quarto bloco. São incluídas variáveis financeiras e variáveis ligadas ao comércio internacional.

Todos esses fatores citados têm impacto na credibilidade da política econômica e do governo. Mas a credibilidade também tem um componente subjetivo, fruto das percepções dos agentes e da forma como as informações disponíveis são interpretadas, o que não é diretamente observado. Dessa forma, é relevante buscar indicadores que revelem as expectativas dos agentes. Assim, adiciona-se ao grupo de variáveis o bloco denominado *Indicadores de Credibilidade*.

A literatura empírica para avaliar a credibilidade é ainda incipiente e sem resultados mais concretos que permitam afirmar com propriedade a importância real dessa questão. Assim, mais uma vez, a opção foi por observar o comportamento de variáveis que possam ser indicadores da credibilidade, mas com a ressalva que não necessariamente esses indicadores refletem a real fragilidade de uma economia. Essa avaliação deve ser vista apenas como um complemento, sem a pretensão de responder se o governo e a política econômica dos países, de fato, contavam com credibilidade. O objetivo é simplesmente observar possíveis indicadores de credibilidade e comparar os resultados dos países antes e durante os episódios de crises externas, com o intuito de verificar se o resultado é condizente com a avaliação do desempenho dos países.

Indicadores Externos

- 1) *Saldo no balanço de transações correntes (BTC) em relação ao PIB*: os modelos de primeira geração prevêem a ocorrência de déficit comercial e em transações correntes permanente antes do ataque especulativo, em função do aquecimento econômico e da apreciação cambial real, no caso de um modelo de dois setores. Empiricamente, é uma variável bastante utilizada, mas, no geral, não se revela um bom previsor de ataques, como é concluído por Sachs, Tornell e Velasco (1996c) e Frankel e Rose (1996), apesar de ser um importante fator de risco, segundo Berg e Pattillo (1998).
- 2) *Exportações em relação ao PIB e volume de exportações*: o primeiro indicador decorre diretamente dos modelos de primeira geração e empiricamente foi utilizado com sucesso por Kaminsky e Reinhart (1996 e 1998). A variável volume de exportações é adicionada com o intuito de verificar a capacidade de exportação do país, afastando o efeito de variações dos preços de exportação.

- 3) *Importações e balança comercial em relação ao PIB*: mais uma vez na mesma linha de argumento, a inclusão dessas variáveis é justificada pelos modelos de primeira geração. Para as importações, um exemplo de trabalho empírico é o de Kaminsky e Reinhart (1996 e 1998), e para a balança comercial, Glick e Moreno (1999).
- 4) *Participação dos bens de capital e dos bens de consumo na pauta de importações*: a inclusão foi motivada pela idéia de sustentabilidade do déficit corrente de países em desenvolvimento, tal que o aumento do investimento acarreta um crescimento mais rápido das importações de bens de capital em relação às de bens de consumo, num movimento de substituição de importações. Nesse caso, o déficit comercial persistente pode sinalizar a reversão para o superávit num período seguinte. Um crescimento mais rápido das importações de bens de consumo poderia indicar maior vulnerabilidade da economia a ataques, pois o país não estaria ampliando sua capacidade produtiva e de exportação futura.
- 5) *Reservas internacionais em relação às importações*: mede o período no qual as reservas poderiam financiar as importações. O nível de reservas é um indicador previsto pelos modelos de primeira geração e são amplamente utilizados na literatura empírica, como em Frankel e Rose (1996), Kaminsky e Reinhart (1996 e 1998) e Berg e Pattillo (1998). Ele mostra-se relevante para antecipar crises, apesar dos modelos de segunda geração sugerirem que a perda de reservas não seria condição necessária para o colapso. Adicionalmente, Talvi (1997) considera a elevação das reservas na primeira etapa dos planos de estabilização de âncora cambial, devido ao aumento da demanda de moeda, tal que o indicador acabe não revelando uma eventual inconsistência da política econômica.
- 6) *Passivo externo líquido, medido pelo saldo acumulado da BTC, e sua remuneração (juros e rendas líquidas) em relação às exportações*: optou-se por essa abordagem, utilizada por Milesi-Ferreti e Razin (1996), uma vez que o dado de endividamento externo é restrito, não abrangendo as outras alternativas crescentes de passivo externo de um país. Uma trajetória de crescimento explosiva do passivo pode alimentar a desconfiança dos investidores quanto à capacidade do país de honrar seus compromissos externos. A variável remuneração do passivo externo é apenas um complemento à análise.
- 7) *Composição do passivo externo medido pela participação do investimento direto sobre o total do influxo de capitais*: a natureza do influxo de capitais pode ser um

agravante que anteciparia o colapso do regime cambial. Argumenta-se que capitais de curto prazo são mais voláteis, exigindo melhores fundamentos para afastar as crises. Assim como o estoque do passivo externo, sua composição é um indicador muito utilizado na literatura empírica. Mas há evidências, como de Sachs, Tornell, e Velasco (1996c), de que a composição do passivo não explica as crises, exceto diante de deterioração dos fundamentos. Já a proporção de investimentos diretos está associada a uma menor vulnerabilidade a crises cambiais, conforme Frankel e Rose (1996), justificando a escolha dessa variável.

- 8) *Influxo líquido de capitais em relação ao PIB, medido pelo investimento em portfolio e outros investimentos dos bancos⁶ (trade financing e empréstimos)*: há duas motivações para a inclusão desta variável. A primeira seria o modelo de Goldfajn e Valdés (1997), que explica o ciclo de prosperidade e colapso do influxo de capitais antes e depois de crises cambiais, respectivamente. A segunda refere-se ao impacto da liberalização financeira na economia, como considerado por Chang e Velasco (1999), principalmente num contexto de regulação precária do sistema financeiro. O objetivo é verificar se houve saltos no influxo de capitais diante do problema de *overborrowing*, o que abre espaço para crises bancárias e cambiais. A medida proposta não é a ideal para mensurar o influxo direcionado ao setor bancário, uma vez que inclui investimento nas bolsas, mas permite ilustrar a questão.

Indicadores Internos

- 9) *Taxas de inflação*: a literatura não oferece diretamente uma justificativa para a inclusão dessa variável. Mas pode-se deduzir que a elevação da inflação é um sinal de deterioração dos fundamentos, antecipando, portanto, um ataque futuro. Entretanto, a elevação da inflação pode levar um banco central conservador a reforçar o compromisso com a âncora cambial, defendendo o regime diante de um eventual ataque. Empiricamente, Eichengreen, Rose e Wyplosz (1995) e FMI (1998a) verificaram que a inflação mais alta foi significativa na estimação da probabilidade de ataque, mas não há consenso neste resultado, conforme apontado Kaminsky, Lizondo e Reinhart (1997), podendo a inflação mais alta reduzir a probabilidade de ataque.

⁶ Essa medida de influxo líquido exclui o investimento direto e outras formas de investimento em ativos direcionadas ao setor público e autoridade monetária.

- 10) *Crescimento do crédito bancário ao setor privado*: essa variável é utilizada como uma alternativa para medir a saúde do sistema financeiro, após a estabilização e abertura financeira da economia. O crescimento acentuado do crédito implica a fragilidade da carteira do setor bancário, abrindo espaço para uma crise bancária e, em última instância, uma crise cambial.⁷ Além disso, pelos modelos de primeira geração, o crescimento acentuado do crédito é incompatível com o regime de câmbio fixo, causando inconsistência nos fundamentos. Já pelos modelos de segunda geração, um setor bancário frágil pode levar o governo a evitar a elevação dos juros, gerando expectativas quanto a uma desvalorização cambial diante de um eventual ataque. Nos trabalhos empíricos de Sachs, Tornell e Velasco (1996c), Kaminsky e Reinhart (1996 e 1998), Berg e Pattillo (1998) e FMI (1998a) confirma-se a relevância dessa variável para antecipar ataques.
- 11) *Taxa de crescimento do PIB*: pelos modelos de primeira geração, uma economia muito aquecida, com elevações bruscas e expressivas do PIB, é mais vulnerável a ataques. Por outro lado, pelos modelos de segunda geração, a recessão eleva o custo de defender o regime de ataques, levando o governo a desvalorizar o câmbio. Assim, deve ser verificado se, no período imediatamente anterior ao ataque, a economia estava com menor atividade econômica, e se, anteriormente a isso, houve um aquecimento mais acentuado. Empiricamente, Kaminsky e Reinhart (1996) observam a relevância desse indicador para antecipar ataques.
- 12) *Crescimento do desemprego, medido pelo diferencial em relação à média dos cinco anos anteriores ao período de análise*: pelos modelos de segunda geração, o desemprego elevado aumenta o custo de manter o regime cambial e, nesse sentido, pode gerar ataques especulativos, o que é confirmado empiricamente por Eichengreen, Rose e Wyplosz (1995).
- 13) *Déficit do setor público não-financeiro e pagamento de juros da dívida pública interna e externa em relação ao PIB*: o conceito de déficit apresentado é o nominal/operacional global, pois o intuito é apenas apresentar a dimensão de um eventual desequilíbrio fiscal, sem considerações acerca da condução da política

⁷ As crises bancárias podem ser causadas por vários fatores não excludentes, como discutido em Agénor e Montiel (1999), além dos próprios ataques especulativos sem a contrapartida de política de esterilização plena. Alguns principais seriam: rápido crescimento do crédito, geralmente devido ao volumoso influxo de capitais, em prejuízo da sua qualidade; choques externos que comprometam a capacidade dos devedores de honrar seus passivos, como elevação dos juros externos; e abertura financeira prematura, antes do fortalecimento do arcabouço regulatório do sistema financeiro.

fiscal do governo central, o que é feito mais adiante no item 19. Pelos modelos de primeira geração, a inconsistência da política econômica ao câmbio fixo pode se referir ao desequilíbrio fiscal persistente, e, pelos modelos de segunda geração, o déficit público elevado acarreta o aumento do custo de defesa do regime cambial, pelo ônus imposto pelo aumento dos juros nas contas públicas. Em termos empíricos, não é evidente a relevância desse indicador. Edwards (1989) e Berg e Pattillo (1998) verificaram a importância do indicador, ao contrário de Frankel e Rose (1996).

- 14) *Dívida pública interna em relação ao PIB*: assim como a variável déficit público, a inclusão da dívida é justificada tanto pelos modelos de primeira geração, que consideram sua taxa de crescimento, como pelos modelos de segunda geração, que abordam o problema da dívida ser suficientemente elevada. Na literatura empírica, não é uma variável muito utilizada, pois seu impacto tende a ser camuflado pela inclusão da variável déficit público. Como é uma variável fundamental para qualificar o regime fiscal, optou-se por sua inclusão.
- 15) *Formação bruta do capital e poupança em relação ao PIB*: as variáveis refletem a capacidade de investimento de uma economia e a necessidade de capitais externos para financiar a absorção. Estão, portanto, relacionadas ao potencial de crescimento. Além disso, elevados níveis de investimento, assim como taxa elevada de poupança, *ceteris paribus*, melhoram a solvência intertemporal e contribuem para a formação de expectativas favoráveis dos credores, conforme discutido em Milesi-Ferreti e Razin (1996).

Adicionalmente, como sugerido pelos modelos de primeira geração, principalmente num processo de abertura financeira, o rápido crescimento do investimento pode estar indicando a baixa qualidade de investimentos, o que torna a economia mais vulnerável a ataques.

Indicadores de Política Econômica

- 16) *Taxa real de câmbio*: os modelos de primeira geração com dois setores justificam a inclusão da taxa real de câmbio como possível indicador antecedente de ataques especulativos. Empiricamente, é uma variável frequentemente utilizada, e com sucesso, como em Sachs, Tornell e Velasco (1996c), Frankel e Rose (1996), Kaminsky e Reinhart (1998) e Glick e Moreno (1999). Há dificuldades, entretanto,

para calcular a taxa real de câmbio. Teoricamente ela é definida como o preço relativo de bens *tradable* e *non-tradable*. Uma vez que a taxa real de câmbio é influenciada no curto e médio prazo pela política econômica, o ideal seria medir a defasagem cambial na economia. Para tanto, é necessário calcular a taxa real de câmbio de equilíbrio, que é a que produz o equilíbrio dos mercados de *tradable* e *non-tradable*.

Edwards (1989) considera um conceito mais amplo, utilizando a condição de equilíbrio externo e interno; o equilíbrio externo definido pela solvência do saldo de transações correntes e o interno, pelo equilíbrio no setor *non-tradable* no presente e esperado no futuro. Portanto, a taxa real de câmbio de equilíbrio altera-se diante de mudanças dos fundamentos e de sua evolução futura, ao contrário da visão tradicional da paridade do poder de compra, uma vez que a noção de equilíbrio é intertemporal.

A taxa real de câmbio de equilíbrio depende de condições do lado da oferta, como o diferencial de produtividade dos setores de *tradable* e *non-tradable*, e do lado da demanda, como alterações nos termos de troca, composição dos gastos do governo, estrutura tarifária, etc. São fatores que deslocam a demanda para bens *non-tradable* ou *tradable*, causando impacto no câmbio real no curto prazo, mas não no longo prazo quando a oferta se ajusta à demanda.

Diante da complexidade de calcular a defasagem cambial, principalmente num contexto de países em desenvolvimento que conduziram reformas estruturais, a análise se limita ao cálculo convencional da taxa real de câmbio. Empiricamente, é mais usual corrigir o câmbio nominal pela relação entre o índice de preços no atacado do parceiro comercial e o índice de preços ao consumidor doméstico. Essa limitação é amenizada pela análise das variáveis estruturais feita adiante.

- 17) *Taxa real de juros*: pelos modelos de primeira geração com incerteza, os ataques são precedidos por taxa real de juros crescente, para compensar o risco cambial. Já pelos modelos de segunda geração, basta que as taxas de juros sejam suficientemente elevadas para que diante de um ataque o governo decida pela desvalorização, por não querer arcar com os custos de uma nova elevação dos juros. Na literatura empírica, um exemplo de trabalho que comprovou a importância dessa variável é de Kaminsky e Reinhart (1996).

18) *Política de esterilização medida pela relação entre reservas internacionais e estoque de moeda (M1)*:⁸ a elevação dessa relação indica a contração monetária para conter o excesso de liquidez causado pelo influxo de reservas e sua redução indica que o banco central quer reduzir o impacto contracionista de uma perda de reservas. Nos modelos de primeira geração, a ocorrência de intervenção esterilizada no momento do ataque antecipa a crise cambial, pois fragiliza os fundamentos econômicos. Sendo a política antecipada pelos agentes, o regime de câmbio fixo é inviável já na sua implementação.

Mas a justificativa para a inclusão dessa variável não se resume a esse argumento. Há também considerações quanto ao grau de poder discricionário do banco central no regime de câmbio fixo e em seus variantes para a conduzir política monetária. Excessos de esterilização em qualquer sentido, expansionista ou contracionista, impõem custos que fragilizam os fundamentos e tornam a economia vulnerável a ataques. No caso de redução da liquidez, mantém-se os juros elevados, realimenta-se o influxo de capitais e eleva-se a dívida pública, além de causar custos para o banco central (*quasi-fiscal deficit*), devido ao diferencial entre os juros domésticos e internacionais que incidem sobre as reservas, como discutido em Calvo, Leiderman, e Reinhart (1993). No segundo caso, em que o banco central impede a redução de liquidez da economia diante da perda de reservas, o excesso de liquidez compromete a sustentabilidade do regime cambial. O ideal, portanto, é que esse instrumento seja utilizado de forma a suavizar o impacto da oscilação do nível de reservas, mas não como instrumento ativo de política monetária para evitar a lógica do regime de câmbio fixo.

19) *Déficit primário do governo central*: uma vez que as decisões de gastos das esferas descentralizadas de governo são mais complexas e não necessariamente embutidas num programa macroeconômico mais amplo, a decisão de política fiscal é avaliada pelo conceito primário de déficit público do governo central, excluindo portanto despesas de juros da dívida. Deve-se também ressaltar que não se considera as receitas de privatização.

É importante a cautela na análise do déficit primário no contexto de um plano de estabilização de âncora cambial, devido ao aquecimento inicial da atividade econômica que eleva temporariamente a arrecadação tributária, conforme Talvi

⁸ Utiliza-se o M1, em vez da base monetária, para incluir esterilização via alteração do compulsório.

(1997).⁹ Nesse caso, a melhora fiscal é uma medida imprópria da performance fiscal e da sustentabilidade do programa. É possível que na trajetória para a crise o país não apresente déficit fiscal, aparentando um programa fiscal saudável.

Indicadores Estruturais

20) *Abertura comercial medida pela soma de exportações e importações em relação ao PIB*: como discutido em Agénor e Montiel (1999), há relação positiva entre o grau de abertura comercial e o crescimento econômico. Uma possibilidade é a redução da avaliação de risco do país pelos credores externos, que pode implicar um maior estoque de capital no estado estacionário. O motivo seria a maior capacidade de honrar passivos externos e o maior custo de uma eventual moratória, uma vez que o país sofrerá potencialmente mais as conseqüentes restrições às linhas de crédito ao comércio. Outra possibilidade mais direta é a exposição da economia a novos insumos e tecnologias, aumentando a produtividade dos fatores.

Pissarides (1997) argumenta ainda que a abertura comercial induz mudanças tecnológicas e aumento de produtividade particularmente no setor *tradable*, que necessita competir externamente. O resultado é a elevação da taxa real de câmbio de equilíbrio e redução do atraso cambial. Dessa forma, a abertura comercial contribui também para a sustentabilidade do déficit em transações correntes.

Uma outra observação é quanto ao processo de abertura comercial, que deveria ser seguido de uma desvalorização da taxa real de câmbio para compensar o efeito adverso da redução das tarifas sobre as contas externas, como discutido em Agénor e Montiel (1999).

21) *Diversificação da pauta de exportações*: sendo a pauta de exportações muito concentrada, o país fica mais vulnerável a alterações dos termos de troca e a choques na demanda externa. Nesse caso, o desempenho das contas externas do país fica muito dependente da conjuntura internacional, impondo restrições à condução da política econômica e ao crescimento, conforme discutido por Milesi-Ferreti e Razin (1996).

22) *Eficiência do gasto público medida pelos gastos com pessoal e com investimentos em relação à arrecadação tributária*: apesar de não ilustrarem plenamente a

⁹ Principalmente em países em desenvolvimento que, geralmente, têm o sistema tributário baseado em impostos sobre o consumo.

dimensão da eficiência na utilização do recurso público, essas relações podem ser bons indicadores disso. Os indicadores refletem a qualidade do regime fiscal e a capacidade do setor público em investir na redução do risco-país.

23) *Eficiência do sistema financeiro medida pela participação do financiamento ao setor público*: um sistema financeiro eficiente possui maior capacidade de intermediação de recursos ao setor privado. Isso significa que a necessidade de financiamento ao setor público reduz a eficiência do sistema financeiro, como discutido em Rojas-Suárez e Weisbrod (1995). Nesse caso, compromete-se a eficiência alocativa da economia e o crescimento econômico.¹⁰

24) *Supervisão e regulamentação prudencial do setor bancário*: não há necessariamente uma correlação direta entre o volumoso influxo de capitais e o comportamento mais agressivo dos bancos na concessão de créditos, pois um sistema bancário com regulação apropriada pode contribuir para impedir a expansão excessiva do crédito, evitando o consumo acima do ótimo e investimentos ineficientes. Na década de 1990, a regulação bancária tornou-se mais necessária, devido ao aumento do endividamento externo do setor privado e à mudança de composição do influxo de capitais. Na literatura empírica, há evidências de que países com melhor regulação bancária sofrem menos crises financeiras, como Demirguc-Kunt e Detragiache (1998) e Caprio (1998).

A análise deste tópico baseia-se em discussões presentes na literatura, não sendo apresentado nenhum indicador para os países.

25) *Reformas estruturais e institucionais conduzidas e ano de implementação*: considerando a inflexibilidade de preços e salários para baixo, uma apreciação da taxa real de câmbio num contexto de câmbio fixo demanda ganhos de produtividade para reduzir o atraso cambial, o que pode ser incentivado pela realização de reformas. De uma forma geral, quanto mais amplas as reformas conduzidas, maior o ganho de produtividade, menor o risco-país, maior a eficácia e efetividade das políticas econômicas e, também, menor o custo recessivo necessário para o ajuste do câmbio real. Quando as reformas são mais recentes, a contribuição marginal na produtividade é maior, porém há mais dúvidas quanto a profundidade e eficácia das

¹⁰ Há uma estreita relação entre desenvolvimento financeiro e crescimento. Para um resumo da discussão, ver Agénor e Montiel (1999), cap. 17.

medidas. Outra questão é a importância das reformas fiscais na recuperação da estabilidade do regime fiscal e, conseqüentemente, do regime de política econômica.

Canais de Contágio

26) *Parceiros comerciais de países que sofreram desvalorizações*: sua inclusão decorre diretamente da hipótese de contágio pelo canal comercial. Há a possibilidade de contágio entre países que concorrem num mesmo mercado consumidor, mas esse canal não é relevante no caso dos países analisados. Um exemplo de trabalho empírico que confirma a importância do efeito contágio pelo canal comercial é o de Glick e Rose (1998).

27) *Países participantes de um mesmo bloco econômico ou com sistemas considerados similares refletindo a correlação entre os preços de títulos da dívida externa no mercado secundário*: é possível que os agentes acreditem na correlação positiva e elevada entre as cotações das dívidas de um país e de outro que sofreu a desvalorização, em função de modelos econômicos similares. Calvo e Reinhart (1995) apontam esse canal de contágio entre México e Argentina como sinalizador das expectativas dos agentes quanto à similaridade das economias.

28) *Termos de troca*: termos de troca desfavoráveis potencializam os resultados dos modelos de primeira geração, ao acelerar a queda das exportações em relação às importações. Além disso, é uma variável exógena que aumenta o contágio, principalmente no caso de uma pauta de exportações muito concentrada, como comentado por Milesi-Ferreti e Razin (1996). Kaminsky e Reinhart (1996) e FMI (1998a) confirmaram empiricamente a relevância dos termos de troca para antecipar ataques.

Indicadores de Credibilidade

Os indicadores propostos neste item são arbitrários, mas podem refletir os riscos cambial e soberano do país. São variáveis relacionados ao mercado financeiro, estando suscetíveis a peculiaridades dos mercados de cada país, como existência de controles de capitais, mercados menos desenvolvidos, menor liquidez, questões de regulamentação, características dos títulos negociados, etc. Não são fatores abordados neste trabalho e, portanto, os resultados devem ser avaliados com cautela.

29) *Volatilidade do fluxo de capitais de curto prazo*: o fluxo de capitais de curto prazo é muito sensível a novas informações e às expectativas dos agentes. A maior volatilidade do fluxo indica maior instabilidade na economia, o que sugere maior incerteza também quanto ao retorno dos investimentos no país. O objetivo da análise é avaliar se nos períodos que antecederam as crises externas foi registrado um maior nervosismo do mercado, o que poderia refletir a expectativa de uma desvalorização cambial.

30) *Remuneração dos títulos da dívida externa no mercado secundário medido pelo EMBI*: os diferenciais de juros da dívida externa entre os países estão relacionados à avaliação diferenciada de risco e, portanto, da credibilidade do governo e da política econômica. Estão associados basicamente ao risco soberano, uma vez que são papéis com valor em dólar, imunes portanto ao risco cambial. Porém, indiretamente estão relacionados ao risco cambial, pois uma desvalorização elevaria o risco de calote dos países. São títulos com excessiva liquidez e que ficam muito vulneráveis à conjuntura internacional, pois o investidor é levado a vendê-los diante de turbulências, ainda que estas não estejam relacionadas ao país emissor. Em função disso, tendem a ser uma medida imperfeita de credibilidade. Entretanto, como o objetivo é a comparação entre países, esse problema é minimizado. Mais uma vez, a análise centra-se nos períodos que antecederam os episódios de crise mundial.

Utiliza-se o índice EMBI calculado pelo Banco J.P.Morgan, que é uma média ponderada da remuneração (*spread over treasury*) dos títulos da renegociação da dívida externa, em 1990-91. São títulos geralmente de longo prazo, mas com negociação no mercado secundário.

2. Contágio das crises mundiais

O impacto dos episódios de crise mundial na Argentina, Brasil e Chile é medido pelo Índice de Pressão Cambial (IP), conforme já é encontrado na literatura empírica. O IP é uma média ponderada das taxas mensais de variação do câmbio nominal, da taxa nominal de juros¹ e do nível de reservas internacionais, esta última com ajuste sazonal. Os pesos atribuídos às variáveis são tais que as variâncias das componentes do IP, ou seja, das variáveis já ponderadas, se igualem. O objetivo é evitar que haja a predominância de uma das variáveis na construção do Índice. Dessa forma, quanto maior a volatilidade da variável, menor o peso a ela associado.

Para a Argentina, os pesos são 78,7% para a correção cambial, 19,3% para a variação da taxa de juros e 2,0% para a perda de reservas. O elevado peso para a variação do câmbio decorre do regime de câmbio fixo, assim como o pequeno peso para a variação de reservas, que ficam endógenas e, portanto, mais voláteis.

Para o Brasil, os pesos são 86,2% para o câmbio, 0,7% para os juros e 13,2% para as reservas. É interessante observar o elevado peso para variação do câmbio, quando na realidade o Brasil contou com maior flexibilidade cambial que a Argentina. Há que se considerar, entretanto, que esse resultado depende não apenas da variância da própria variável, como também das variâncias das demais. Nesse caso, a explicação para o elevado peso do câmbio também decorre do peso insignificante associado à taxa de juros, o que é fruto da maior volatilidade desta variável.

Os pesos para o Chile são, respectivamente, 29,9%, 54,1% e 16,1%. Nota-se o maior equilíbrio entre os pesos, o que reflete um uso mais diversificado dos instrumentos de política econômica. Além disso, a maior flexibilidade cambial implica um menor peso para o câmbio, em comparação com os pesos nos dois outros países. Destaca-se o elevado peso para a taxa de juros, refletindo a baixa volatilidade dessa variável, apesar de se tratar de um regime cambial mais flexível, que em princípio causa maior variância

¹ Foi feito o mesmo exercício utilizando a taxa real de juros, uma vez que se tratam de países com taxas de inflação acima do padrão dos países desenvolvidos. Os resultados não mudaram significativamente, mas optou-se pela apresentação dos resultados com taxa nominal de juros, uma vez que o comportamento da inflação nesses países é relativamente instável, fazendo com que o nível da taxa real de juros *ex post* não revele a intenção do banco central na administração da taxa de juros.

para nos juros. A explicação para esse resultado é a própria estabilidade do regime de política econômica, que reduz o risco cambial.

Após feita a soma ponderada das três variáveis que compõem o IP, é necessário corrigir o problema das diferentes variâncias dos índices dos países, uma vez que o objetivo é a análise comparativa nos três episódios de crise. Sem o ajuste, correr-se-ia o risco de afirmar que um país ficou mais vulnerável a uma crise externa em função do maior IP, quando na realidade a variação é fruto da maior volatilidade do próprio indicador. O índice sem correção para o Brasil apresenta variância muito mais elevada, sendo 51 vezes maior que a do índice argentino e quase 5 vezes a do índice chileno. Esse resultado é um indicador da maior instabilidade da economia brasileira e, no outro extremo, a maior estabilidade da economia chilena. O ajuste da variância é feito dividindo a série pelo seu desvio-padrão.

Avaliando o comportamento do IP, entre dezembro de 1994 e fevereiro de 1995, conforme apresentado na Tabela I, conclui-se que a crise mexicana de dezembro de 1994 contagiou particularmente a Argentina. O índice apontou elevação acumulada de 6,25%, contra queda de 0,05% no Brasil e queda de 1,55% no Chile. O Brasil e, principalmente, o Chile saíram praticamente ilesos desse episódio. Destaca-se que o impacto no Brasil concentrou-se no mês de dezembro diante da perda de reservas internacionais. No Chile, a elevação do câmbio em janeiro e fevereiro de 1995 evitou aumentos na taxa de juros e não houve perda de reservas internacionais, pelo contrário. O Efeito Tequila na Argentina foi mais prolongado, por conta da crise bancária que se iniciava.

Março de 1995 foi o ápice da crise bancária, aumentando o movimento de perda de reservas, o que causou elevação substancial das taxas de juros. O resultado foi a elevação do IP em 2,87% naquele mês. No mês seguinte, o IP voltou a ceder, graças à redução da taxa de juros e à reversão da perda de reservas.

No Brasil, o IP também subiu em março de 1995. Esse resultado coincide com a mudança da política cambial no país, com a adoção formal do sistema de bandas cambiais e a correção cambial ocorrida, que pressionou o IP. Como agravante, o anúncio gerou expectativas adversas no mercado quanto à intenção do banco central de manter um limite superior para a banda. O resultado foi a elevada perda de reservas e o aumento das taxas de juros. O ambiente ainda era de incerteza, em função da crise

mexicana, mas a elevação do IP em março foi claramente fruto da mudança da política cambial.

Tabela I

	ARGENTINA	BRASIL	CHILE
Dez/94	1,97%	0,54%	-2,14%
Jan/95	3,77%	-0,28%	0,11%
Fev/95	0,42%	-0,30%	0,49%
<i>Acumulado até Fev/95</i>	6,25%	-0,05%	-1,55%
Mar/95	2,87%	3,79%	-0,63%
Abr/95	-2,51%	1,15%	-2,18%
Mai/95	0,40%	-0,51%	-1,67%
<i>Acumulado até Mai/95</i>	6,98%	4,40%	-5,91%

A Argentina não voltou a sofrer ataques especulativos e as crises asiática, em outubro de 1997, e russa, em agosto de 1998, não geraram efeito contágio, como pode ser observado pelo resultado do IP nas Tabelas II e III. Na crise asiática, o IP caiu 0,56% entre novembro de 1997 e janeiro de 1998, enquanto que na crise russa, o IP subiu apenas 0,16% entre agosto e novembro de 1998. Em novembro de 1998 houve uma elevação do Índice em 1,5%, provavelmente fruto do agravamento da crise brasileira.

O Chile apresentou elevação do IP entre agosto e outubro de 1995, com a contribuição da variação das três componentes do Índice. Mas não houve evento externo de crise associado a esse resultado. O período de 1996 até meados de 1997 foi de tranquilidade, com estabilidade do IP no Chile, assim como nos outros dois países.

Conforme apresentado na Tabela II, o impacto imediato da crise asiática foi maior no Brasil. O IP subiu 2,62%, em novembro de 1997, contra apenas 0,87% no Chile. Porém logo a vulnerabilidade do Chile ficou mais evidente. A crise asiática inaugurou um período de maior instabilidade na economia chilena. Entre novembro de 1997 e janeiro de 1998 houve significativa elevação do IP, com taxa de 4,94%, com perda de reservas e correção cambial. A elevação dos juros foi mais modesta, em novembro e dezembro de 1997, uma vez que nesse período o banco central estava controlando a taxa de juros no interbancário, o que só deixou de fazê-lo em janeiro de 1998.

O Brasil sofreu o contágio da crise asiática, mas menos intensamente que o Chile. O país foi obrigado a aumentar significativamente as taxas de juros, que foram mantidas num patamar elevado até março de 1998, de forma a não alterar o ritmo de desvalorizações cambiais que vinha sendo praticado desde outubro de 1995. Houve grande perda de reservas, pressionando também o IP. O IP subiu 2,52%, entre novembro de 1997 e janeiro de 1998, mas na realidade a pressão cambial ficou limitada ao mês de novembro, sendo que, em janeiro de 1998, o IP já apresentava variação negativa, com as reservas voltando a subir. Isso pode indicar que o governo foi bem sucedido na defesa do regime cambial, conseguindo afastar as expectativas desfavoráveis quanto à manutenção do regime cambial.

Tabela II

	ARGENTINA	BRASIL	CHILE
Nov/97	0,04%	2,62%	0,87%
Dez/97	0,27%	0,11%	1,42%
Jan/98	-0,87%	-0,20%	2,59%
<i>Acumulado até Jan/98</i>	-0,56%	2,52%	4,94%

O IP do Chile manteve-se subindo até janeiro de 1998. Em fevereiro o país voltou a acumular reservas e as taxas de juros começaram a ceder. Mas, na realidade, o ano de 1998 no Chile foi marcado por grande instabilidade e pressão especulativa alimentada pelo cupom cambial que chegou a ficar negativo em alguns meses. As reservas internacionais caíram até agosto, quando iniciou-se um lento movimento de recuperação, graças à elevação das taxas de juros. Também houve correção da taxa de câmbio. Antes da crise russa de agosto de 1998, o IP apresentava elevação, e entre abril e julho de 1998 este subiu 4,50%. Mas, em setembro, a estratégia chilena mostrou-se eficaz para dirimir a instabilidade no mercado financeiro e foi possível anular o efeito da crise russa. Entre agosto e novembro de 1998, o IP caiu 1,01%. Dessa forma, pode-se dizer que o país não sofreu o contágio da crise russa.

O Brasil sofreu mais claramente o impacto da crise na Rússia. As taxas de juros voltaram a subir substancialmente em setembro e mantiveram-se elevadas até o final do

ano. As reservas caíram de forma significativa e a queda só foi interrompida em dezembro. Entre agosto e novembro de 1998, o IP subiu 5,34%.

Tabela III

	ARGENTINA	BRASIL	CHILE
Ago/98	-0,56%	0,28%	0,42%
Set/98	-0,44%	4,08%	-0,04%
Out/98	-0,33%	0,87%	-1,19%
Nov/98	1,50%	0,06%	-0,21%
<i>Acumulado até Dez/98</i>	0,16%	5,34%	-1,01%

Como já afirmado, a crise russa não atingiu a economia argentina, que apresentou variação negativa do IP entre agosto e outubro de 1998. Mas em novembro houve elevação de 1,5% do Índice, diante da ameaça brasileira.

Concluindo, confirma-se a percepção que a Argentina sofreu mais intensamente a crise mexicana, enquanto que o Chile, a crise asiática, e o Brasil, a crise russa. O Brasil também foi bastante afetado na crise asiática, mas menos que o Chile.

3. Resultados da análise empírica

As comparações entre os desempenhos dos indicadores econômicos dos países não são feitas para períodos idênticos. O motivo é garantir que para cada país seja feita a análise de um único regime de política econômica, exceto quando as variáveis forem estruturais e menos sensíveis a mudanças de regime. Assim, considera-se para a Argentina e o Brasil o período após a estabilização de suas moedas, que seria abril de 1991 e julho de 1994, respectivamente, e para o Chile considera-se a partir de 1990, pela inflexão dos fluxos de capitais, ou em alguns casos, 1991, pela adoção dos controles de capitais.

3.1 *Indicadores externos*

1. *Saldo em conta corrente (BTC) em relação ao PIB*

A Argentina tinha um superávit de 3,2% do PIB em transações correntes em 1990 e passou a apresentar déficit sistemático a partir de então, conforme indicado na Tabela 1 do Anexo. O déficit foi crescente até 1994 e, em 1995, sofreu um ajuste, graças ao corte de importações imposto pelo Efeito Tequila, e aumento das exportações, no caso para o Brasil, recém-estabilizado. O déficit voltou a crescer novamente, atingindo -4,9% do PIB em 1998.

O Brasil apresentou superávit médio moderado, entre 1990-93, de 0,1% e iniciou o ano de 1994 com superávit. Porém, no último semestre de 1994, já no Plano Real, conforme a Tabela 1A, o país passou a apresentar déficit sistemático e crescente até 1998, quando atingiu -4,4% do PIB.

O Chile apresentou déficit sistemático no período, tendo queda mais acentuada em 1993 e entre 1996-98 diante da queda dos termos de troca que prejudicou as exportações do país. Em 1998, o déficit foi de 5,5% do PIB.

Nos três primeiros trimestres de 1994, véspera da crise mexicana, o saldo em conta corrente em relação ao PIB apresentava maior valor na Argentina, seguido de Chile e Brasil, sendo as taxas de -3,2%, -3,0% e +0,6%, respectivamente. Deve-se ponderar, entretanto, que apesar da elevada taxa no Chile, o valor representava uma recuperação de patamar em relação a 1993, que chegou a -5,6%. Quanto ao Brasil, o Plano Real era

ainda muito recente, tendo pouco tempo para a deterioração desse indicador. Além de apresentar o maior déficit, a Argentina sofria o problema da tendência de sua ampliação. Nesse sentido, esse indicador explica a maior vulnerabilidade da Argentina ao Efeito Tequila.

No período pré-crise asiática, os três países apresentavam clara deterioração do balanço de transações correntes. Porém, o aumento do déficit foi maior no Chile, o que pode indicar a maior fragilidade do país na crise asiática.

Já no período anterior à crise russa, essa variável não se mostrou um bom indicador para vulnerabilidade dos países, uma vez que os três apresentaram deterioração similar.

No período como um todo, as taxas médias do déficit em transações correntes em relação ao PIB foram de -2,9% na Argentina (1991-98), -2,8% no Brasil (1994-98) e -3,4% no Chile (1990-98), taxas relativamente próximas. Mas as taxas de crescimento médio do déficit para os mesmo períodos especificados são de 46%, 113% e 17% ao ano, respectivamente nos três países.¹ Portanto, o Brasil apresentou uma dinâmica mais perversa, uma vez que a deterioração foi mais rápida e sistemática, não sinalizando a possibilidade de reversão futura do indicador como nos dois outros países, os quais apresentaram, em alguns momentos, interrupções do aumento do déficit em conta corrente, como pode ser observado no Gráfico 1 do Anexo.

2. Exportações em relação ao PIB e volume de exportações

As exportações da Argentina se deterioraram sistematicamente a partir de 1991 com a estabilização de preços. Nas vésperas da crise mexicana, portanto, o país sofria a deterioração desse indicador, conforme a Tabela 2. Mas, com o Plano Real no Brasil, foi possível rapidamente recuperá-las. A participação das exportações no PIB pulou de 5,1% em 1993 para 8,9% em 1998, recuperando o patamar anterior à adoção da âncora cambial.

O Brasil fechou o ano de 1994 com tendência de queda das exportações, em função do aquecimento da economia e apreciação do câmbio. Houve queda acentuada em 1995, mas, a partir daí, o patamar manteve-se relativamente estável até 1998 com média de

¹ As taxas de crescimento médio são compostas e são calculadas tomando o ano inicial do período como base de comparação. Assim, o crescimento de 46%, entre 1991-98, na Argentina, refere-se ao crescimento de 1992, inclusive, até 1998. No restante do capítulo, vale o mesmo critério para a apresentação das taxas de crescimento.

6,5% do PIB. Isso foi possível graças à elevação dos termos de troca do país até 1997, como é discutido posteriormente no item 28. Apesar disso, esse patamar das exportações foi inferior ao nível médio de pós-abertura, que era de 8,7% do PIB entre 1991-93.

O Chile conta com um grande dinamismo nas exportações, que representaram 23% do PIB entre 1990-98. Porém, as exportações tiveram queda significativa em 1993 e, posteriormente, a partir de 1996, devido à redução do preço do cobre no mercado mundial, explicando a vulnerabilidade da economia na crise asiática, ao contrário da Argentina e do Brasil, que não apresentaram deterioração desse indicador no período 1996-97. A crise asiática agravou ainda mais o quadro, ao deprimir o mercado mundial e, mais uma vez, o preço do cobre. O resultado foi que o saldo médio da balança comercial caiu de 1,5% entre 1990-95 para -2,3% entre 1996-98.

No geral, o desempenho do Brasil foi o pior, uma vez que manteve menor índice de exportações, estando este muito abaixo da média pré-Plano Real. A performance do Chile também não foi satisfatória e o desempenho da Argentina foi beneficiado pelo aumento das exportações para o Brasil.

Em relação ao volume de exportações, o Brasil apresentou aumento nesse indicador até 1994. Em 1995, com o aquecimento da economia e a defasagem cambial, houve queda de 6% em relação a 1994, mas, nos anos seguintes, o volume de exportações voltou a subir, ficando, em 1998, 10% acima do nível de 1994, o que representa uma taxa média anual de crescimento de 2,4% nesse período.

O Chile manteve o volume de exportações subindo sistematicamente, atingindo a taxa de crescimento médio anual de 8,3% entre 1990-96. Não há dados disponíveis para 1997-98.

A Argentina apresentou o melhor desempenho, apesar de também sofrer a redução do volume de exportações após a estabilização da economia. A queda foi menor, com taxa de -3,1% em 1992 em comparação a 1990. Além disso, a recuperação das exportações foi mais vigorosa, com crescimento médio anual de 11,1% entre 1991-98. Entretanto, é importante ponderar que esse resultado é fruto do comércio com o Brasil, após o Plano Real, e não reflete exatamente o esforço de exportação do país.

A variável volume de exportações, que reflete basicamente o esforço exportador de um país, não se mostrou relevante para explicar a vulnerabilidade dos países a ataques,

como apresentado na Tabela 3. Em 1994, a Argentina já apresentava recuperação no indicador, graças ao comércio com o Brasil, e o Chile não deixou de apresentar bom desempenho, não justificando o contágio asiático. Essa variável é mais relevante para avaliar o desempenho geral dos países e, nesse caso, indica a pior posição do Brasil.

3. Importações e balança comercial em relação ao PIB

A estabilização na Argentina fez as importações em relação ao PIB mais que duplicarem entre 1990-92, conforme a Tabela 4. O país passou a apresentar déficit comercial crescente, confirmando a deterioração dos fundamentos antes da crise mexicana, o que está indicado na Tabela 5. Com exceção de 1995, quando houve queda das importações e superávit comercial forçado pelo ajuste ao Efeito Tequila, o movimento de elevação das importações persistiu ao longo dos anos, atingindo uma taxa média de crescimento de 18% ao ano entre 1990-98. Esse movimento foi acompanhado por deterioração crescente da balança comercial, inclusive no período anterior às crises asiática e russa, atingindo a cifra média de $-0,87\%$ do PIB em 1997-98, após dois anos com superávit.

No Brasil, o aumento das importações a partir da estabilização de preços foi mais moderado. As importações subiram 22% entre 1993-95 e o superávit comercial, com valor médio de $3,0\%$ do PIB entre 1990-93, foi revertido para um déficit de $-0,4\%$ em 1995. A partir daí, o déficit comercial foi persistente e crescente, atingindo $-0,9\%$ do PIB em 1998. No período que antecedeu as crises asiática e russa, houve aumento das importações, mas em menor magnitude que a Argentina. Entre 1993-98, a taxa média de crescimento das importações foi de 5% ao ano.

No Chile, não houve crescimento das importações em relação ao PIB entre 1990-98, mas sim queda de $2,2\%$ ao ano, contribuindo para isso o fato do país não se encontrar no período inicial de estabilização de preços, ao contrário da Argentina e do Brasil, afastando o ciclo de demanda típico de planos de âncora cambial. Porém, devido ao desempenho insatisfatório das exportações a partir de 1996, o déficit comercial ressurgiu com perfil crescente, atingindo $-3,3\%$ do PIB em 1998.

Em termos de desempenho geral, não há diferenças significativas entre Argentina e Brasil. Entre 1994-98, o déficit comercial médio brasileiro foi de $-0,17\%$ do PIB e o déficit argentino, $-0,12\%$ do PIB entre 1991-98. O Chile apresentou superávit de $0,22\%$ do PIB entre 1990-98. O resultado do Chile está diretamente associado à queda das exportações e não ao aumento das importações, ao contrário do Brasil e da Argentina.

4. Participações dos bens de capital e dos bens de consumo (inclui veículos automotivos) na pauta de importações

Conforme as Tabelas 6 e 7, as participações dos bens de capital e dos bens de consumo no total das importações não apresentam grande discrepância entre os países. A taxa dos bens de capital no Brasil foi de 28,9% na média de 1994-98 contra 24,6% na Argentina entre 1992-98 e 24,0% no Chile entre 1992-96. Para os bens de consumo, as taxas foram, respectivamente, 23,1%, 22,5% e 18,3% nesses mesmo períodos. Nos três países, a importação de bens de capital teve maior importância do que a importação de bens de consumo, tendo a Argentina o menor diferencial, de apenas 2 pontos percentuais contra aproximadamente 6 pontos de Brasil e Chile.

A diferença entre os países fica por conta do comportamento dessas taxas ao longo da década. Na Argentina e no Brasil houve acentuado incremento de ambas as participações, em função da estabilização de preços. Mas o movimento foi muito mais intenso na Argentina. Entre 1990-94, houve aumento de 83% da participação dos bens de capital na pauta de importações, que saltou de 15,1% para 27,7%. E a participação dos bens de consumo triplicou, saindo de 8,1% em 1990 para 24,5% em 1994. No Brasil o crescimento das participações foi de 6,7% para bens de capital e de 37,6% para bens de consumo no ano de 1994 em relação à média de 1990-93. Esse resultado pode contribuir para explicar a maior vulnerabilidade da Argentina à crise mexicana, uma vez que o aumento da importação de bens de consumo foi muito elevado, podendo sinalizar aos agentes a incapacidade do país de reverter o déficit comercial, apesar da importação de bens de capital.

5. Reservas internacionais em relação às importações

As reservas internacionais na Argentina seriam suficientes para 7,2 meses de importações na média entre 1991-98 contra 10,5 meses para o Chile no mesmo período e 11,8 meses para o Brasil entre 1994-98, como indicado na Tabela 8. Apesar de contar com o maior nível de reservas relativas, o Brasil apresenta maior desvio-padrão ou volatilidade desse indicador, sendo aproximadamente o dobro dos valores de Chile e Argentina, o que é um sinal de maior instabilidade do influxo de capitais.

Outra observação em relação ao Brasil é que no período já de abertura financeira mas anterior à estabilização, entre 1992 e o segundo trimestre de 1994, esse indicador era mais elevado, com valor de 12,5 meses, conforme a Tabela 8A, o que mostra que o

esforço de acumular reservas foi insuficiente para compensar plenamente a substancial elevação das importações.

Em relação aos períodos que antecederam os três episódios de crise internacional, a relação entre reservas e importações não se mostrou relevante para explicar os diferentes impactos das crises nos países, pois não houve queda evidente do indicador.

Numa análise alternativa, Calvo (1998) avalia a vulnerabilidade dos países na crise russa, medindo o potencial de saída de recursos dos países, computando o serviço (juros e amortização) da dívida total em relação às reservas internacionais, considerando não haver rolagem. O resultado foi que o Brasil apresentava a relação mais alta. Com o câmbio estável, menos de um quinto do serviço de dívida potencial poderia ser honrado totalmente com as reservas. Entretanto, o autor pondera que a crise seria mais remota já que quase a totalidade da dívida interna (95%) é financiada pelos grandes bancos brasileiros, fundos de pensão e indústria de fundos. É uma situação diametralmente oposta à da Rússia, em que 85% era financiada por investidores estrangeiros.

Segundo esse autor, a situação era menos crítica no Chile, que poderia financiar suas obrigações plenamente com as reservas. Para a Argentina, a análise é mais complexa, em função da convertibilidade. Além disso, uma economia dolarizada exige maior nível de reservas, pois maior é a parcela de base monetária sujeita a troca por moeda estrangeira.

Concluindo, quando se avalia o nível de reservas em relação às importações, observa-se melhor desempenho do Brasil, mas a situação se inverte quando a comparação é feita em relação ao potencial de fuga de capitais. Isso mostra que a situação do Brasil não era tão confortável, se bem que não seria razoável esperar uma crise bancária tão profunda no país que levasse ao repúdio da moeda nacional em favor do dólar, uma vez que se trata de uma economia pouco dolarizada.

6. Passivo externo, medido pelo saldo acumulado da BTC, e sua remuneração (juros e rendas líquidas) em relação às exportações

Os saldos da BTC foram acumulados, a partir de 1991 para a Argentina, 1994 para o Brasil e 1990 para o Chile, e divididos pelas respectivas exportações anuais, conforme apresentado na Tabela 9. Em seguida, calculou-se a taxa média de crescimento desse indicador. O resultado é que o indicador cresceu 199,0% ao ano no Brasil entre 1994-98, 70,9% na Argentina e 44,5% no Chile, indicando a maior fragilidade brasileira. Os

anos seguintes à estabilização da Argentina e do Brasil foram os que marcaram o aumento de patamar do endividamento externo.

O Brasil apresentou, conseqüentemente, a mais elevada relação entre remuneração de passivos e exportações e o maior ritmo de crescimento também, conforme a Tabela 10. A taxa média ficou em 27,8% entre 1994-98, atingindo 38,4% em 1998. A Argentina segue com a taxa média de 24,3% entre 1991-98, com 29,1% em 1998, e o Chile com 18,0% entre 1991-98, caindo para 13,3% em 1998. Esse resultado para o Brasil é a contrapartida do maior acúmulo de reservas.

Em relação aos períodos que antecederam as crises mundiais, esse não parece ser um indicador antecedente de ataques nos países, exceto talvez nas crises asiática e russa para o Brasil, quando houve aumento da remuneração do passivo em relação às exportações.

Cabem alguns comentários adicionais sobre o endividamento externo do setor público. O governo argentino recorreu mais intensivamente ao endividamento externo, apresentando o maior índice de endividamento em relação ao PIB e tendência de elevação desde 1994, conforme a Tabela 11. A taxa subiu de 20,2% do PIB em 1993 para 25,2% em 1998, enquanto que o Brasil teve tendência de queda de 21,0% do PIB para 10,8% no mesmo período. O Chile teve queda bastante expressiva. Em 1990, o endividamento era 34,3% do PIB contra apenas 5,6% em 1998. Os pré-pagamentos da dívida externa e a taxa de juros externa inferior à taxa de crescimento econômico explicam esse resultado.

7. Composição do passivo externo medido pela participação do investimento direto sobre o total do influxo de capitais

A participação do influxo de investimento direto sobre o influxo financeiro total é maior no Chile, devido aos investimentos estrangeiros na área de mineração, com 46,1% na média de 1991-98 contra 26,7% na Argentina no mesmo período e 42,1% no Brasil entre 1995-98, conforme a Tabela 12. Além da maior taxa, o Chile apresenta também maior estabilidade da participação entre os anos, ao contrário de Argentina e Brasil, cujas taxas oscilam muito. Isso poderia ser explicado pelas episódicas receitas de privatização, do lado do investimento direto, e pela elevada volatilidade dos capitais de curto prazo, considerando o influxo como um todo.

8. *Influxo líquido de capitais em relação ao PIB: investimento em portfolio e outros investimentos dos bancos (trade financing e empréstimos)*

A abertura financeira e o retorno do fluxo de capitais para a América Latina implicou a recuperação do influxo positivo na Argentina em 1991, mas ainda modestamente, com taxa de 0,1% do PIB, considerando o influxo total de capitais, conforme a Tabela 14. Considerando o conceito restrito de investimento de *portfolio* e outros investimentos dos bancos, a cifra ainda foi negativa em -1,4% do PIB, como apresentado na Tabela 13. Foi entre 1992-94, com a economia já estabilizada, que o influxo recebeu maior impulso, atingindo a média de 6,1% no conceito restrito, chegando a alcançar, em 1993, 12,7% do PIB. Isso pode ser um indicador do problema de *overborrowing* do setor bancário num contexto de regulação bancária precária, indicando a vulnerabilidade da economia ao Efeito Tequila. Passada a crise mexicana, que implicou a redução do influxo para 1,3% do PIB, o país voltou a atrair paulatinamente o capital externo, atingindo 4,1% do PIB, indicando sua recuperação de credibilidade.

No Brasil, a abertura financeira antecedeu a estabilização de preços, o que pode ter contribuído para amenizar o salto do influxo, comparativamente à Argentina. O influxo voltou a ser positivo em 1992, ficando em 2,0% do PIB, na média entre 1992-93, pelo conceito restrito. Mas a estabilização da economia trouxe novo impulso e esse atingiu 8,0% do PIB em 1994, conforme a Tabela 13. A partir do pico de 1994, o país passou a sofrer a queda persistente do indicador, que atingiu 1,4% do PIB em 1998. Considerando o conceito amplo, apresentado na Tabela 14, o influxo atingiu 2,6% do PIB em 1998, mas graças ao investimento direto. Feito esse desconto, o influxo foi negativo em -1,2% do PIB. Esse pode ser um indicador de perda de credibilidade do país.

Conforme a Tabela 15, no Chile, o influxo de capitais descontado o investimento direto voltou a ser positivo em 1990, anteriormente, portanto, ao retorno de capitais à Argentina e ao Brasil. Considerando o conceito restrito, o influxo só se tornou positivo em 1992, assim como nos outros dois países, quando atingiu 5,9% do PIB. Não se caracterizou, portanto, a mesma intensidade de aumento do influxo, sendo que o fato do país não estar num plano de estabilização contribuiu para isso. Em 1995, o investimento de *portfolio* desapareceu, devido à acentuada queda da bolsa, que se encontrava muito valorizada até a crise mexicana. O influxo voltou a ser negativo em 1998, mais uma vez acompanhando a queda nas bolsas.

É difícil avaliar o desempenho geral dos países em relação ao indicador restrito. O que se pode afirmar é que a elevação foi muito acentuada na Argentina e, em segundo lugar, no Brasil, ao contrário do Chile, lançando incertezas quanto à saúde dos intermediários financeiros na Argentina, constituindo assim um indicador antecedente do Efeito Tequila. Passada a crise mexicana, o desempenho da Argentina foi o melhor no sentido da recuperação sistemática do influxo.

Nos outros episódios de crise, não se verificou o mesmo ciclo de prosperidade e colapso do influxo de capitais. O motivo pode ser o fim da euforia com os mercados emergentes, particularmente a América Latina, após a crise mexicana, e a superação do impacto da abertura financeira e estabilização da economia, particularmente para a Argentina e o Brasil.

3.2 *Indicadores internos*

9. *Taxas de inflação*

O plano de estabilização brasileiro foi mais eficaz que o argentino no que diz respeito apenas à velocidade de queda da inflação, o que pode ser observado na Tabela 16. A taxa trimestral de inflação caiu de 220% no segundo trimestre de 1994 para 10% no trimestre seguinte. Na Argentina, a queda foi bem mais lenta, saindo de 52% no primeiro trimestre de 1991 para 12% no trimestre seguinte, conforme a Tabela 16A.² Mas cabe ressaltar que, ao contrário do Brasil, que permitiu a apreciação nominal do câmbio na implantação do plano de estabilização como instrumento de combate à inflação, a Argentina permitiu o ajuste do câmbio acima da inflação, em janeiro e fevereiro de 1991, antes da implantação da convertibilidade no final de março, o que foi uma decisão mais prudente.

Em termos de desempenho global dos países, a Argentina foi mais bem-sucedida em manter a inflação mais baixa, devido ao câmbio estritamente fixo, ao contrário dos outros dois países. A taxa média trimestral entre o terceiro trimestre de 1991 e o último trimestre de 1998 foi de 1,3%. Já para o Brasil, a taxa média trimestral entre 1995-98 foi de 2,1% e, para o Chile, foi apenas ligeiramente superior com taxa média trimestral de 2,3% entre 1991-98, apesar da maior flexibilidade cambial, com a ressalva que a estabilização chilena é mais remota. O desvio-padrão da inflação no Chile foi o menor,

² Dados de inflação com ajuste sazonal.

indicando maior estabilidade do sistema, com taxa de 1,4% contra 1,9% na Argentina e 2,6% no Brasil nos respectivos períodos já especificados. É um resultado esperado, uma vez que a estabilização no Chile é menos recente e teve estratégia gradualista.

Vale ressaltar que a inflação no Brasil foi inferior ao ritmo de desvalorizações, ao contrário do Chile, que foi discretamente superior. O motivo é o baixo ritmo de crescimento econômico, devido às elevadas taxas de juros no Brasil. Isso significa que o preço da melhor performance do país em termos de taxas de inflação teve um custo não desprezível em termos de crescimento econômico.

Em relação aos episódios de crise, o único destaque fica para a elevação das taxas de inflação na Argentina antes do Efeito Tequila, interrompendo o ritmo rápido de queda observado desde a implantação do Plano Cavallo, indicando alguma deterioração dos fundamentos, apesar da taxa de inflação ser efetivamente baixa, em torno de 0,46% ao mês. Passada a crise, a taxa de inflação convergiu, oscilando em torno de zero.

10. Crescimento do crédito bancário ao setor privado

Os quatro primeiros anos do plano de estabilização na Argentina foram marcados pelo crescimento do crédito, principalmente em 1992, com taxa de 30,4% em termos reais em relação a 1991, conforme a Tabela 18. A taxa média de crescimento real, entre 1991-94, foi de 19% ao ano. O crédito em relação ao PIB saiu de 12,5% em 1991 e foi para 20,3% em 1994, como apresentado na Tabela 17. Isso significa que na véspera da crise mexicana, o país apresentava fragilidade no sistema bancário, que se configurou claramente na corrida bancária de março de 1995. Em 1995, o país foi forçado a um ajuste e houve encolhimento de 2,7% no crédito em relação ao ano anterior. A partir de então, iniciou-se uma recuperação, que não foi afetada pelas crises asiática e russa, e em 1998 o crédito atingiu 24,2% do PIB.

Desde a abertura financeira da economia, o Brasil já vinha num movimento de ampliação do crédito, mas este foi aprofundado com o Plano Real, havendo crescimento real de 31,6% em 1994. A participação do crédito no PIB saltou de 24,0% do PIB entre 1992-93 para 41,0% em 1994. Nesse sentido, o Brasil estaria com o sistema financeiro também vulnerável, pois apresentou taxa de crescimento elevada do crédito contra um crescimento do PIB mais modesto. A partir daí, o país sofreu uma pequena retração do crédito, havendo posteriormente nova recuperação, atingindo 34,6% do PIB em 1998.

No Chile, após quedas do crédito em 1989-90, o país apresentou crescimento sistemático com taxa média de 11,4% ao ano entre 1991-98 contra o crescimento do PIB de 7,7% ao ano. O crédito em relação ao PIB atingiu 62,2% do PIB em 1998.

11. Taxa de crescimento do PIB

Conforme a Tabela 19, a economia brasileira apresenta o menor crescimento, sendo a taxa média de 2,0% ao ano entre 1990-98 contra 5,0% na Argentina e 7,3% no Chile. Considerando apenas o período do Plano Real, 1994-98, a média salta para 3,3%, porém as taxas de crescimento foram decrescentes no período.

A economia chilena, além de contar com o maior ritmo de crescimento, apresentou menor variância na taxa de crescimento do PIB, indicando maior estabilidade econômica.

A Argentina teve crescimento muito elevado nos dois anos que se seguiram à implantação do plano de estabilização, com elevação média de 10,1% ao ano entre 1991-92, após uma recessão em 1990, o que pode ser uma explicação para a Argentina ter sofrido mais as conseqüências do efeito Tequila. Em 1995, a Argentina teve substancial queda no PIB, de -2,9%, enquanto o Brasil cresceu 3,9% e o Chile, 10,6% em relação a ao ano anterior.

O fenômeno de estabilização seguida de aquecimento também ocorreu no Brasil, mas em menor intensidade do que na Argentina. O PIB no Brasil subiu 5,8% no primeiro ano do Plano Real em relação ao ano anterior contra 10,6% no primeiro ano do Plano Cavallo na Argentina. Deve-se ponderar, entretanto, que ao contrário da Argentina, o país não estava em recessão no ano anterior ao plano de estabilização, ou seja, a base de comparação não era baixa e, no segundo ano de estabilização, 1995, o ritmo de crescimento foi abortado pela crise mexicana.

Nas crises asiática e russa, o Brasil e o Chile foram bastante atingidos, ao contrário da Argentina. O Chile apresentou inflexão do ritmo de crescimento em 1998, havendo crescimento de apenas 3,4% do PIB, e o Brasil ficou praticamente estagnado em 1998, com variação de +0,2%, enquanto a Argentina teve aumento de 3,9% do PIB.

Cabe destacar que no período anterior a esses dois episódios de crise mundial, não houve nem crescimento exagerado, nem recessão, nos países analisados, de forma que o crescimento do PIB não seria um indicador antecedente de ataque.

12. Crescimento do desemprego: diferencial em relação à média de 1985-89

A Argentina apresentou as maiores taxas de desemprego e aumento praticamente persistente. Em 1991, com a estabilização da economia, houve queda temporária do desemprego, mas, em 1993, a taxa já havia praticamente recuperado o patamar pré-estabilização, como apresentado na Tabela 20, em parte pressionado pelo amplo processo de privatizações e as demissões do setor público. Dessa forma, obtém-se mais um indicador de fragilidade dos fundamentos do país antes do contágio da crise mexicana. O recorde de desemprego foi em 1995, após o ajuste imposto pelo Efeito Tequila. Entre 1996-98, o desemprego manteve-se ainda bastante elevado, mas decrescente, contribuindo para explicar a solidez da economia durante as crises asiática e russa.

No Brasil, o desemprego cresceu entre 1990-92 e, em 1993, iniciou uma queda consolidada em 1995 com a estabilização econômica. Em 1996, o desemprego voltou a subir, atingindo nível recorde em 1998, indicando a deterioração dos fundamentos da economia antes das crises asiática e russa.

No Chile, entre 1990-98, o índice de desemprego manteve-se abaixo do patamar médio de 1985-89, ao contrário dos outros dois países. O desemprego decresceu entre 1990-93, mas atingiu nível recorde em 1994, quando houve menor ritmo de crescimento do PIB em relação ao padrão observado nos anos anteriores. O desemprego voltou cair, mas em 1998 houve nova elevação, respondendo ao baixo crescimento econômico do país. Para o Chile, o desemprego não aparece como um problema grave, não sendo relevante para explicar a vulnerabilidade do país à crise asiática.

Em 1994, o índice de desemprego em relação à média de 1985-90 era de 2,0 na Argentina. Isso significa que a Argentina apresentava duas vezes mais desemprego do que entre 1985-90. Essa taxa para o Brasil foi de 1,38 contra 0,98 no Chile. Portanto, além de apresentar crescimento do desemprego, a Argentina também tinha taxas já muito elevadas, mais uma vez explicando o maior impacto do contágio mexicano no país.

Já em 1997, apesar da taxa ser maior na Argentina do que nos outros dois países, o desemprego vinha num trajetória de queda, ao contrário do Brasil, onde o problema se agravava, atingindo o valor recorde de 2,2 em 1998 em relação à média de 1985-90. O

problema do desemprego crescente no Brasil contribui, portanto, para explicar a maior vulnerabilidade à crise russa.

13. Déficit do setor público não-financeiro e pagamento de juros da dívida pública interna e externa em relação ao PIB³

Como apresentado na Tabela 21, o Chile não apresentou problemas de déficit público, apesar da redução do superávit fiscal em 1998, sendo que as contas das gestões municipais mantiveram-se em equilíbrio, não impondo constrangimentos às contas públicas. As empresas públicas apresentaram moderado superávit com média de +0,3% do PIB entre 1990-95, mas em 1996-97 tiveram déficit médio de -0,8%, sendo esse um resultado da queda do preço do cobre no mercado internacional, gerando perdas à empresa estatal que explora o minério, a CODELCO.

A Argentina apresentou déficit público elevado e persistente até 1991, atingindo, na média de 1985-91, -5,7% do PIB ao ano. Na implantação do Plano de Convertibilidade, os esforços no âmbito fiscal e o aumento da carga tributária proporcionaram superávit médio de +0,4% entre 1992-93. Em 1994, houve uma inflexão e o país voltou a apresentar déficit crescente, que na média atingiu -1,2% do PIB entre 1994-98, mas mantendo praticamente o equilíbrio no conceito primário, como é discutido adiante no item 19.

As províncias reduziram a indisciplina fiscal após a estabilização da economia, mas mantiveram-se gerando déficit persistente, em média de -0,5% do PIB entre 1991-98, o que indica uma fragilidade no regime fiscal argentino.

No Brasil, o problema do déficit público, que havia sido controlado no início da década de 1990, apesar do precário equilíbrio de estados e município, reapareceu a partir do Plano Real. Entre 1990-94, o déficit operacional médio de estados e municípios foi de -0,1% do PIB contra o superávit de +0,7% do governo federal. Entretanto, a partir daí, a deterioração das contas do governo federal foi mais aguda, atingindo déficit de -2,6% na média entre 1995-98 contra -2,1% de estados e municípios. Além de elevado, o déficit foi crescente, atingindo -5,2% do PIB em 1998, cifra muito elevada, não sinalizando

³ É necessário cautela na comparação direta do déficit público dos países, devido aos diferentes critérios de apuração. Enquanto no Brasil o critério é "abaixo da linha", ou seja, do ponto de vista do financiamento, no Chile e na Argentina é computado "acima da linha", contabilizando as rubricas de receita e despesas do governo. Para o Brasil, é apresentado o conceito operacional, em função do viés

sua recuperação, enquanto que estados e municípios mantiveram-se gerando graves constrangimentos ao controle fiscal.

Houve de fato o descontrole dos gastos públicos no Brasil, como é discutido no item 19, mas o maior responsável pelo resultado operacional tão desfavorável foi o pagamento de juros da dívida pública que consumiu em média 5% do PIB entre 1994-98 contra 1,7% na Argentina e 0,6% no Chile no mesmo período.

Quanto aos períodos de crise internacional, em 1994, a Argentina voltou a apresentar déficit público, como já afirmado, enquanto o Brasil melhorava sua performance e o Chile mantinha-se praticamente na mesma situação. Já nas crises asiática e russa, foi o Brasil que claramente apresentava deterioração nas contas públicas, enquanto o Chile teve apenas uma redução de superávit e a Argentina fazia um esforço fiscal para reduzir o déficit diante dos crescentes encargos da dívida pública.

14. Dívida pública interna em relação ao PIB

Não há dados de estoque da dívida pública com critérios similares que permitam a comparação entre os países. De qualquer forma, a dívida pública interna líquida do Brasil era de 20,8% do PIB em 1994 e pulou para 36% em 1998. A dívida interna (não líquida) da Argentina estava em 34,1% em 1998 contra 26% em 1992. Não há dados para o Chile. Na realidade, o Chile praticamente não tem dívida pública interna, apesar da soma não significativa que restou da crise de 1982. A emissão de títulos internos restringe-se como instrumento de política monetária, e não para financiar o governo.⁴

Em relação às taxas de crescimento da dívida em relação ao PIB, conforme a Tabela 22, o Brasil apresenta comportamento explosivo da dívida pública desde a implantação do Plano Real, com taxa média de quase 15% ao ano entre 1995-98 contra 4,6% na Argentina entre 1993-98 e decréscimo de 0,5% no Chile entre 1990-98. Esse é um importante indicador de instabilidade do regime fiscal no Brasil, que decorre das políticas de esterilização e das elevadas taxas de juros que vigoraram na economia.

Apesar de não ter um ritmo de crescimento tão acelerado como o Brasil, a Argentina também apresenta dificuldade nesse indicador, em função do persistente déficit público.

inflacionário do período pré-estabilização, ao contrário de Chile e Argentina que utilizam o conceito nominal. No Brasil é computado também o resultado do banco central.

⁴ A observação sobre a dívida do Chile é contribuição de Sandra Manuelito, da Cepal.

O atenuante é que a maturidade da dívida é de médio e longo prazo, e não de curto prazo.

15. Formação bruta do capital e poupança em relação ao PIB

O Chile é o país com maior taxa média de investimento bruto, sendo 23,7% do PIB contra 19,7% do Brasil e 17,7% da Argentina entre 1990-98, conforme a Tabela 23. Fazendo a comparação com o obtido na década de 1980, conclui-se que a Argentina é o país que se encontra em posição mais desfavorável. A taxa média atual do Chile é 38,2% maior do que a taxa na década de 1980; no Brasil é 8,3% menor e da Argentina 11,0% menor. Porém, a Argentina tem apresentado recuperação e, em 1998, sua taxa empatou com a do Brasil, ambas ficando em 19,9% contra 25,% do Chile.

Deve-se considerar, entretanto, que a elevação da formação bruta de capital na Argentina, a partir da estabilização até 1994, foi muito rápida, o que suscita dúvidas quanto à qualidade dos investimentos. A formação bruta do capital cresceu 36% entre 1991-94, o que equivale a um crescimento de 11% ao ano, taxa bastante elevada. Nesse sentido, esse seria um indicador antecedente de ataque especulativo no país em 1994.

No que se refere à taxa de poupança em relação ao PIB, o Chile tem novamente os melhores resultados, seguido de Brasil e Argentina, sendo as taxas de 25,9%, 20,9% e 16,1% do PIB, respectivamente, como apresentado na Tabela 24. A taxa de poupança argentina é muito baixa face ao índice de formação bruta de capital, evidenciando a necessidade de poupança externa para financiar o investimento.

3.3 Indicadores de política econômica

16. Taxa real de câmbio: câmbio nominal descontado do índice de preços ao consumidor

O ideal seria fazer a correção do câmbio pela cesta de moedas dos principais parceiros comerciais. Por simplificação, não é feita essa correção, o que equivale a supor que os países possuem os mesmos parceiros. Como o caso argentino destaca-se, devido ao comércio com o Brasil a partir de 1994-95, é apresentado também o resultado da relação peso-real.

Conforme a Tabela 25, a Argentina foi o país que mais apresentou apreciação da taxa real de câmbio, chegando, em dezembro de 1998, a 33,8% de defasagem em relação a abril de 1991, mês de implantação do Plano de Convertibilidade. Para o Chile, a

defasagem chegou a 21,6% em relação a julho de 1992, quando se iniciou a utilização da regra de correção das bandas cambiais pela cesta de moeda dos principais parceiros comerciais, e no Brasil o atraso atingiu 16% em dezembro de 1998 em relação a julho de 1994.

Considerando a taxa média de apreciação mensal para cada país, para descontar o efeito dos diferentes períodos considerados, obtém-se as seguintes taxas: Argentina, 0,45% ao mês; Brasil, 0,33%; e Chile, 0,32%, confirmando o pior desempenho da Argentina. Esse é um resultado esperado, uma vez que a Argentina manteve a paridade cambial nominal ao longo de todo o período, gerando, praticamente, apreciação cambial contínua.

No Brasil, o comportamento do câmbio real foi menos linear, o que pode ser observado no Gráfico 2. Nos dois primeiros meses do Real houve significativa apreciação (10%), maior do que na experiência argentina (5%), inclusive com apreciação nominal. O câmbio real manteve o movimento de queda até fevereiro de 1995, pois em março daquele ano o banco central ajustou o câmbio nominal. O ajuste não foi suficiente e, em maio, iniciou-se uma lenta apreciação até julho de 1996, quando se iniciou um movimento de recuperação da paridade real, refletindo o resultado da prefixação da taxa de desvalorização cambial.

O Chile manteve uma tendência geral de queda no câmbio real até a crise asiática, mas com períodos de recuperação, fruto da maior flexibilidade cambial e das respostas às crises externas com ajustes para cima da banda cambial.

Em novembro de 1994, a Argentina encontrava-se com o câmbio mais apreciado do que Brasil e Chile, sendo as taxas 33%, 17% e 12%, respectivamente. O câmbio também estava mais apreciado na Argentina nos demais episódios de crise externa, a diferença é que o ritmo de apreciação ainda era elevado antes da crise mexicana, enquanto que, nos dois outros episódios, manteve-se o mesmo nível de defasagem cambial. Nesse sentido, o ritmo da apreciação da taxa real de câmbio contribui para explicar a maior vulnerabilidade da Argentina ao Efeito Tequila.

Na véspera da crise asiática, o Chile vinha num significativo ritmo de apreciação cambial, acusando, portanto, uma deterioração de fundamentos antes da crise, ao contrário da Argentina, que mantinha estabilidade do câmbio real, e do Brasil, que vinha num processo de recuperação. Mas uma vez, esse fato pode contribuir para explicar o impacto da crise asiática no Chile.

Já na crise russa, nenhum dos países apresentava aumento do atraso cambial. A Argentina mantinha estabilidade e o Brasil e o Chile recuperavam o câmbio real, principalmente o Brasil.

Ainda no que diz respeito à Argentina, deve-se considerar que sua taxa real de câmbio em relação ao Brasil, seu principal parceiro comercial, manteve-se depreciada a partir da estabilização brasileira, o que contribuiu para explicar a não vulnerabilidade da economia argentina nas crises asiática e russa. A depreciação real em relação à moeda brasileira era de mais de 20%, considerando o período de 1995-98 em relação a 1992-94. Tomando apenas o ano de 1994, a depreciação foi de 43%.

17. Taxa real de juros

Como observado na Tabela 26, a taxa real de juros no Brasil (1995-98) foi três vezes mais elevada da média do que no Chile (1991-98) e cinco vezes mais do que na Argentina (1991-98), o que é um grave resultado, pois aumenta substancialmente a vulnerabilidade da economia a ataques especulativos. Além de mais elevadas, as taxas são também mais voláteis no Brasil.

Na Argentina, o início do plano de estabilização foi acompanhado de taxas de juros baixas, ao contrário do Brasil, como pode ser observado no Gráfico 3. A Argentina não adota política monetária ativa, em função do regime cambial. Assim, as taxas de juros refletem as condições de mercado, nesse caso a liquidez diante do volumoso influxo de capitais, e não uma política ativa do banco central. A taxa média real foi de -0,04% ao mês entre maio de 1991 e novembro de 1994. Com o Efeito Tequila, a taxa mensal foi para 0,9% no primeiro trimestre de 1995. Os juros caíram levemente no terceiro trimestre, mas mantendo o patamar médio de 0,4% ao mês. Posteriormente, voltaram a subir com as crises asiática e russa e, depois, com a ameaça de desvalorização cambial no Brasil no final de 1998. No total do período, de 1991 a 1998, a taxa média real foi 0,3% ao mês.

Já na implantação do Plano Real, o governo brasileiro manteve a taxa real de juros elevada, ficando em 1,3% ao mês na média entre julho e novembro de 1994. Os juros subiram ainda mais com a crise mexicana e a mudança na condução da política cambial em março de 1995, ficando na média 2,2% ao mês entre dezembro de 1994 e maio de 1995. As taxas caíram em seguida, mas mantendo um patamar elevado de 1,3% entre junho de 1995 e julho de 1997, voltando a subir com a turbulência na Ásia. A partir daí,

com exceção do segundo trimestre de 1998, as taxas mantiveram-se bastante elevadas e crescentes. Assim, na crise russa, o Brasil estava muito mais vulnerável no que diz respeito ao patamar das taxas de juros, uma vez que já se encontrava excessivamente elevado. Em função da crise russa e do receio mais contundente de desvalorização no final do ano, após a eleição presidencial, os juros subiram novamente, atingindo níveis recordes. Na média do período do Plano Real, a taxa ficou em 1,7% ao mês.

No Chile,³ as taxas de juros em 1994 mantiveram-se relativamente estáveis até a crise asiática, sendo que praticamente não sofreram elevação após o Efeito Tequila, como pode ser observado no Gráfico 3. Em novembro de 1997, os juros tiveram um ajuste, atingindo 1,2% ao mês. O mesmo ocorreu na crise russa, sendo que, em 1998, a taxa média ficou o dobro da taxa média dos seis anos anteriores, causando impacto negativo sobre a atividade econômica. No período todo, 1991-98, a taxa média foi 0,5% ao mês, equivalente às taxas argentinas descontado o período inicial do Plano Cavallo.

18. Políticas de esterilização: relação reservas internacionais sobre M1⁶

Na Argentina, superado o período de remonetização da economia e maior volatilidade das reservas internacionais após a estabilização, a relação reservas sobre M1 ficou praticamente estável até novembro de 1994, como pode ser observado no Gráfico 4. Por conta do Efeito Tequila e da subsequente crise bancária, houve tanto queda de reservas, como elevação do crédito na economia, reduzindo essa relação momentaneamente. A partir do segundo trimestre de 1995, a relação começou a subir sistematicamente, indicando o aperto do crédito, tendo ultrapassado, em dezembro de 1998, em aproximadamente 9% o patamar pré-crise mexicana. Nos demais episódios de crise, não houve afrouxamento do crédito, até porque não foi preciso, já que o país não sofreu o contágio. A elevação da relação reservas sobre M1 indica que o controle monetário foi mais estrito do que era previsto pelo *currency board*.

No caso brasileiro, após o período de acentuada remonetização da economia, observa-se a queda da relação reservas sobre M1 na crise mexicana e no tumultuado primeiro trimestre de 1995, devido à fragilidade do setor bancário e da mudança da política cambial. Um dos fatores que pressionaram o aumento de liquidez foi a própria assistência de liquidez do banco central. A relação reservas sobre M1 manteve uma

³ A taxa de juros apresentada para o Chile é de captação (*deposit rate*) e para Argentina e Brasil, são taxas de primárias de mercado (*money market rate*).

tendência de queda até agosto de 1995, quando houve um deslocamento para um patamar mais alto, próximo do observado antes da crise mexicana. No início de 1997, pressionada pelo crescimento do M1, essa relação teve uma queda brusca. Portanto, antes da crise asiática houve deterioração desse indicador. O impacto da crise asiática e a conseqüente perda de reservas deram novo impulso à queda do indicador. Superado o impacto da crise, as reservas voltaram a subir, recuperando o nível do indicador, mas apenas transitoriamente, uma vez que a crise russa voltou a causar a perda de reservas. Considerando a taxa média do ano de 1998, houve queda de 24% na relação reservas sobre M1 em relação ao patamar de outubro de 1994. Isso significa que as políticas de esterilização não garantiram o aperto monetário, ficando a estabilização de preços dependente da apreciação cambial e das elevadas taxas de juros, e não de uma âncora nominal de fato.⁷

O Chile utilizou intensamente as políticas de esterilização, mas não insistindo por muito tempo numa mesma direção. Houve muita oscilação da relação reservas sobre M1 entre 1991-92, estabilidade num patamar elevado entre 1993-94, queda em 1995 e lenta recuperação a partir daí. Na média de 1998, o indicador encontrava-se 5% acima do patamar de 1991, indicando a disciplina na criação de moeda.

19. Déficit primário do governo central

A política fiscal no Brasil, referente ao governo federal, foi expansionista ao longo do Plano Real, como é indicado na Tabela 22. O superávit primário caiu de 1,9% do PIB entre 1990-94 para 0,3% entre 1995-98, sendo que, em 1997, o país chegou a apresentar déficit primário de -0,3% do PIB. Esse resultado contribui para explicar a vulnerabilidade do país na crise asiática.

Cabe uma ressalva quanto ao resultado de superávit primário de 3,1% do PIB em 1994. Planos de estabilização com âncora cambial causam o aquecimento inicial da economia, melhorando o resultado fiscal. Portanto, esse resultado não está associado a uma recuperação do regime fiscal e, portanto, não é indicador de fundamentos sólidos. Nesse sentido, a estrutura rígida de gastos imposta pela Constituição de 1988 não impediu que o aumento de arrecadação se traduzisse parcialmente em melhora do resultado primário.

⁶ Ambos com ajuste sazonal.

⁷ Durante o Plano Real, enquanto as operações com o setor externo tiveram efeito negativo sobre a base monetária, as operações com títulos e assistência de liquidez tiveram impacto positivo e substancial.

Esse mesmo fenômeno ocorreu na Argentina até 1993. O superávit médio, entre 1991-93, foi de 1,8% do PIB. Mas também houve esforço fiscal com amplas reformas no setor público. Mas, em 1994, o país sofreu uma queda no superávit primário, por várias razões, inclusive o descontrole de gastos num ano de eleições, o que pode contribuir para o maior impacto do Efeito Tequila. Na média entre 1991-98, o superávit primário ficou em 0,9% do PIB, sendo que, em 1996, houve déficit de -0,4% do PIB.

O Chile apresenta, indubitavelmente, o melhor resultado. Ao longo de 1990-98, houve superávit sistemático e com média superior às dos outros dois países, com taxa de 2,9% do PIB. Entretanto, nota-se a redução do superávit a partir de 1996, mas devido à queda do preço do cobre que comprometeu a receita tributária. Em 1998, o superávit chegou a 1,2% do PIB.

3.4 Indicadores estruturais

20. Abertura comercial: exportações e importações em relação ao PIB

A abertura comercial do Chile é pioneira na América Latina, remontando à década de 1980. A Argentina iniciou lentamente a abertura em 1986 e, em 1990, já não havia restrições quantitativas às importações e as tarifas haviam sido praticamente abolidas. No Plano Cavallo, houve novo impulso à abertura. A abertura brasileira é a mais tardia e iniciou-se quatro anos depois, em 1990, sendo aprofundada no Plano Real.

O processo de abertura comercial demanda desvalorizações da taxa de câmbio para compensar a eliminação de tarifas, o que não ocorreu na Argentina no período de estabilização, nem no Brasil, o que contribuiu para piorar o desempenho externo desses países.

O grau de abertura comercial, medido pela soma de exportações e importações em relação ao PIB, é equivalente na Argentina e no Brasil com valor em torno de 14% do PIB entre 1990-98, conforme a Tabela 28. Mas, nos últimos anos, a Argentina apresentou melhor resultado com taxa de 18,7% do PIB em 1998. O Chile é incomparavelmente mais aberto, atingindo índice médio de 46,0% entre 1990-98. Seu índice recorde foi em 1990, atingindo 53,2% do PIB, sendo que seu declínio ao longo da década foi causado pela redução das exportações diante da queda do preço do cobre.

Sendo a economia chilena mais aberta, há maiores incentivos e condições para o país honrar sua dívida externa. Por outro lado, são maiores as chances de viabilizar o crescimento econômico.

21. Diversificação da pauta de exportações

Apesar de mais aberto do ponto de vista comercial do que o Brasil e a Argentina, o Chile tem pauta de exportações muito concentrada com elevada participação dos produtos primários, que atingem quase 65% das exportações totais contra 25% na Argentina e 36% no Brasil, tomando-se a média de 1992-97, conforme a Tabela 29. Mais grave ainda é que a exportação de cobre corresponde a aproximadamente 61% da exportação de primários e a 39% das exportações totais, tornando o país mais vulnerável à conjuntura internacional.

A Argentina e o Brasil apresentam pauta de exportações de produtos primários mais diversificada. Os principais produtos primários da Argentina são os cereais (43%), principalmente o trigo, e as frutas (18%), ambos totalizando 61% das exportações de primários, o que corresponde apenas à exportação relativa do cobre no Chile. No Brasil, 25% das exportações de primários são de soja, 17% são de mineração, 13% de café e 8% de açúcar, totalizando 63%, indicando, portanto, a maior diversificação da pauta brasileira.

22. Eficiência do gasto público: gastos com pessoal e com investimentos em relação à arrecadação tributária

Além de apresentar maior déficit público, a utilização dos recursos públicos é muito provavelmente mais ineficiente no Brasil, uma vez que a relação entre gastos com pessoal e arrecadação tributária é bastante elevada, atingindo a taxa média de 66% no período de 1993-98 contra apenas 22% aproximadamente na Argentina e no Chile no mesmo período, conforme a Tabela 30. Como agravante, o restante da arrecadação tributária no Brasil sofre a restrição de gastos vinculados a receitas, transferências constitucionais e repasses à previdência social, limitando o investimento público federal em infra-estrutura.

Não há dados disponíveis de investimento público no Brasil, pois são computados juntamente com os gastos de custeio e, provavelmente, são insignificantes. A razão para isso é que a Constituição de 1988 provocou a deterioração na qualidade dos gastos

públicos, ao criar novas despesas, notadamente os benefícios previdenciários, comprometendo os gastos sociais e o investimento em geral.

A relação entre gastos com investimento e receita tributária atinge a taxa média de 17,3% no Chile entre 1993-98 contra 3,2% na Argentina, como apresentado na Tabela 31.

23. Eficiência do sistema financeiro: participação do financiamento ao setor público

As obrigações do setor público, como um todo, no ativo do sistema bancário em relação ao crédito doméstico total são mais elevadas no Brasil, apesar de menores a partir da implantação do Plano Real. A taxa média caiu de 55,4% entre 1990-93 para 29,8% entre 1994-98, porém com a adversidade de estar novamente crescendo, atingindo 40,1% em 1998, conforme a Tabela 32.

A Argentina e, principalmente, o Chile, ao contrário do Brasil, mantiveram a tendência de queda dessa relação. As taxas em 1998 foram de 26,1% na Argentina e apenas de 7,4% no Chile.

Por outro lado, o crédito bancário ao setor privado em relação ao PIB, assim como o volume de depósitos, é baixo nos três países em relação aos países desenvolvidos, indicando a possibilidade de crescimento do setor financeiro. De qualquer forma, o Chile conta com a maior taxa de crédito bancário, sendo, na média de 1995-98, 58% do PIB contra 22% na Argentina e 33% no Brasil.

24. Supervisão e regulação prudencial do setor bancário

Chile⁸

Entre 1982-83, o Chile passou por uma severa crise bancária, fruto do volumoso e rápido influxo de capitais num ambiente de baixa regulação do sistema financeiro e euforia causada pelo plano de estabilização de âncora cambial. A expansão do crédito foi interrompida pela crise da dívida externa, que gerou corrida bancária e quebra de instituições. Para estancar a crise, o banco central concedeu créditos excessivos ao sistema, que ainda hoje não foram totalmente honrados.⁹ A crise foi resolvida e, em meados da década de 1980, os bancos iniciavam a recuperação, ao contrário de outros exemplo na América Latina.

⁸ Baseado em Rojas-Suárez e Weisbrod (1995) e Bosworth, Dornbusch, e Labán (1994).

⁹ Em 1993, as obrigações junto ao banco central ainda alcançavam 10% do PIB.

Mas o banco central não se limitou apenas a socorrer as instituições financeiras, mas também estruturou um dos melhores arcabouços de supervisão bancária da América Latina. O sistema financeiro é sujeito a uma regulação prudencial relativamente rigorosa, incluindo supervisão seletiva de ativos, provisões, restrições e penalidades sobre operações, constituindo um sistema muito eficiente.

Os indicadores de performance do sistema financeiro melhoraram na década de 1990. Os bancos chilenos são considerados sólidos, contando com relativa proteção da concorrência internacional, além do próprio crescimento da economia. Mais recentemente, com as dificuldades econômicas pelas quais passa o país, houve deterioração dos *portfolios*, mas os indicadores de solvência mantêm-se robustos.

Tem havido um processo gradual de modernização dos bancos com investimentos externos e fusões, além do sistema regulatório e de supervisão que são sistematicamente atualizados e fortalecidos, contando com regulações que controlam a exposição externa dos bancos. Além disso, a lei bancária de 1997 adequou o sistema aos padrões do Acordo de Basiléia.

Brasil¹⁰

O Plano Real colocou em xeque a estrutura inchada do sistema bancário caracterizada pelo elevado número de agências bancárias como instrumento de arrecadação do imposto inflacionário, que atingiu 4% do PIB anuais na média entre 1990-93. Diante dessa perda, os bancos buscaram manter sua rentabilidade com a expansão das operações de crédito, graças à remonetização da economia e ao influxo de capitais acentuado frente ao aprofundamento da abertura financeira do país.

Num ambiente de regulação bancária deficiente, o rápido e volumoso crescimento dos empréstimos bancários não foi cauteloso diante de um problema de *moral hazard*, resultando na insolvência bancária com a reversão do aquecimento no segundo trimestre de 1995 e a elevação das taxas de juros na defesa do regime cambial. Na realidade, o aumento da inadimplência apenas agravou a vulnerabilidade do sistema já presente antes do Real.

A intervenção no Banco Econômico, em agosto de 1995, causou expectativas desfavoráveis em relação à saúde do sistema financeiro, prejudicando as instituições de

¹⁰ Baseado em Almeida Júnior e Barros (1997) e Barros, Bogdanski e Loyola (1998).

menor porte. Ficou clara a necessidade de avanços na regulação do sistema financeiro, o que ocorreu a partir do final de 1995.

O banco central reagiu rapidamente à ameaça de crise sistêmica, concedendo crédito aos bancos e, em novembro de 1995, foi anunciado um conjunto de medidas voltadas à reestruturação e ao fortalecimento do sistema financeiro. Entre elas destacam-se os incentivos para a incorporação, fusão e transferência de controle acionário, a instituição do Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER) com uma linha de crédito especial e a regulamentação do Fundo de Garantia de Créditos (FGC).

Do ponto de vista da regulação bancária, os avanços foram tímidos com o aumento do capital mínimo dos bancos e a ampliação dos poderes anteriormente muito limitados do banco central para a fiscalização de instituições financeiras. Posteriormente, em julho de 1996, houve novos avanços nos procedimentos de fiscalização. Entretanto, há muitas conquistas a serem alcançadas em termos de legislação bancária, regulação prudencial e fiscalização para equipar o sistema brasileiro ao padrão internacional. Esse é um processo ainda em curso.

Argentina¹¹

Logo após o Plano Cavallo, houve uma expansão do sistema bancário, este também possibilitado pelas medidas do governo para ampliar a utilização doméstica do dólar, como a permissão para abertura de contas correntes em dólar. Entretanto, com a abertura financeira associada à baixa regulação do sistema bancário, vários fatores elevavam o risco de insolvência do setor, como o reduzido prazo médio de captação, a concentração do crédito e o aumento dos empréstimos em dólar concedidos a setores *non-tradable* e ao consumidor, incluindo o crédito imobiliário. A maior vulnerabilidade era dos bancos públicos nacionais e provinciais, que detêm parcela importante do mercado.

O Efeito Tequila interrompeu a expansão do setor bancário. Com os créditos em atraso, a qualidade das carteiras deteriorou-se, especialmente dos bancos públicos provinciais e das instituições de menor porte, os quais, nas vésperas da crise mexicana, já tinham dificuldades para levantar fundos no interbancário em dólar e para captar depósitos.

¹¹ Ver Malan (1996), Rojas-Suárez e Weisbrod (1995) e FMI (1998).

Num segundo momento, a crise se espalhou e foi desencadeada uma corrida bancária generalizada.

Era necessário operar com estruturas mais enxutas. Assim, o governo passou a encorajar e a criar fundos para aquisições e fusões, não colocando restrições ao grau de participação estrangeira no capital dos bancos, e foi acelerada a privatização de bancos provinciais iniciada em 1993.¹² Na questão da regulação bancária, foram criados mecanismos de defesa do sistema, como o seguro-depósito, os fundos fiduciários de solvência, além do atendimento aos requisitos de Basileia e a criação de *rating* bancário.

A Argentina sobreviveu à crise bancária e, nos últimos anos, houve progresso no fortalecimento e na eficiência do sistema financeiro, por meio de ações no sentido de modernizar práticas regulatórias e aumentar a transparência de transações financeiras.¹³ O aumento da posição líquida de reservas e a melhora na qualidade dos ativos bancários foram os principais determinantes do crescimento contínuo dos depósitos bancários.

25. Reformas estruturais e institucionais conduzidas e ano de implementação

REFORMAS CONDUZIDAS	ARGENTINA	BRASIL	CHILE
Reforma da Previdência Social	1994	Não	1981
Reforma Tributária	1990-91	Não	1988
Privatização	1991	1995-96	1993
Reforma Administrativa	1991	1995, parcial	1988
Reforma Fiscal (redirecionar gastos)	1991	Não	1990
Independência do Banco Central	1994	Não	1989
Reforma no Sistema Financeiro	1995	1995, parcial	1983

O Brasil não avançou nas reformas estruturais e institucionais que proporcionariam a recuperação da estabilidade do regime fiscal, ganhos de produtividade na economia e a redução do risco-país e, portanto, da vulnerabilidade a ataques. Na crise mexicana, a

¹² Entre 1994-97, 13 bancos provinciais oficiais foram privatizados.

¹³ A Argentina foi o primeiro país, em 1996, a emitir dívida subordinada, mas sem exigir uma remuneração máxima para esses papéis. Dívida subordinada é um tipo de papel, emitido por bancos, que não têm direito de preferência ou qualquer garantia em caso de falência. Pelo seu maior risco, ela tende a refletir mais diretamente a percepção do mercado sobre a saúde dos bancos que a emitem. A dívida

ausência de reformas não comprometeu o país, uma vez que o Plano Real era ainda muito recente e o governo sinalizava a intenção de realizar reformas. Mas, provavelmente, não foi o caso na crise asiática e russa. Entre 1994-98, pouco foi conquistado em termos das prometidas reformas estruturais e a capacidade do governo de se comprometer a conduzi-las foi declinando com o tempo, abalando sua credibilidade e a consistência do regime de política econômica.

Por outro lado, independente da ausência de reformas, ganhos de produtividade foram observados na década de 1990,¹⁴ os quais podem ter elevado a taxa real de câmbio de equilíbrio, reduzindo, portanto, a defasagem cambial. O problema é que para que isso tenha ocorrido, o ganho de competitividade teria que ser relativo aos parceiros comerciais, o que não é tão provável.

A Argentina e o Chile, ao contrário, atuaram em várias frentes. Porém, as reformas na Argentina são muito mais recentes e podem ainda levantar dúvidas quanto à sua eficácia.

No Chile, as reformas são mais remotas. As grandes transformações por que passou a economia remontam à década de 1980. Em termos de crescimento econômico e estabilidade de preços, essa é uma vantagem. São reformas mais consolidadas que auxiliam na redução sistemática do risco soberano. Mas em termos de ganhos de produtividade e redução do atraso cambial, a contribuição é mais marginal. Por outro lado, Guerguil e Kaufman (1998) ponderam que a apreciação cambial no Chile tem sido parcialmente compensada por ganhos de produtividade e ajuste na intensidade de capital do setor exportador de não-cobre, que buscou compensar as perdas impostas pelo atraso cambial.

A Argentina conduziu reformas estruturais mais recentemente, o que contribui para um maior deslocamento da taxa real de câmbio de equilíbrio, ou seja, uma redução do atraso cambial. Porém, na crise mexicana, é possível que os agentes considerassem as reformas argentinas ainda frágeis e sem resultados concretos. No decorrer dos anos, entretanto, pode ser que tenha ficado mais clara a eficácia das medidas e a intenção do governo de preservar o regime cambial.

subordinada tem, portanto, o papel de apoio à supervisão bancária, sem a inconveniência do *moral hazard* decorrente das garantias oficiais, explícitas ou tácitas.

¹⁴ Ver Ferreira e Rossi (1999).

Essa análise é bastante limitada pela inexistência de dados recentes sobre ganhos de produtividade.¹⁵ Mas apenas no que diz respeito à questão das reformas, deixando de lado fatores externos e o impacto da abertura da economia, é possível supor que o atraso cambial na Argentina até 1994, provavelmente, não foi tão acentuado como indicado no item 16. A partir daí, como já discutido, o peso depreciou-se em relação ao real. Quanto ao Chile, do ponto de vista apenas dos ganhos de produtividade, há indicações que o atraso cambial foi bem menor do que o indicado, ao contrário do Brasil.

3.5 Canais de contágio

26. Parceiros comerciais de países que sofreram desvalorizações

O Brasil não tem relação comercial com o México que mereça destaque. Em 1994, apenas 2,4% das exportações brasileiras destinavam-se para esse país. Dessa forma, o comércio não seria um canal de contágio para o Efeito Tequila. O mesmo ocorre para Argentina e Chile, pois o México é um mercado de pequena importância, sendo responsável por pouco mais de 1% das exportações de ambos os países. Do lado das importações o resultado é semelhante.

O sudeste asiático tem importância um pouco maior para o comércio exterior brasileiro. Descontando o Japão, que desvalorizou moderadamente, e a China, que não desvalorizou, em torno de 7% das exportações totais do Brasil eram direcionadas para essa região, sendo que ainda uma parcela desse total refere-se ao comércio com Hong Kong, o qual também não desvalorizou. Para o Chile, o mercado asiático tem grande importância, representando em torno de 15% das exportações antes da crise asiática. No caso da Argentina, a participação desse mercado nas exportações e importações é desprezível. Assim, fica mais clara a vulnerabilidade do Chile à crise asiática, seguido de longe pelo Brasil.

Como agravante, o comércio com a China e, principalmente, com o Japão é significativo para o Brasil e o Chile e menos para a Argentina. China e Japão são países que ficaram muito vulneráveis na crise asiática, em função do intenso comércio com a região. E o receio de desvalorização de suas moedas pode ter aumentado a desconfiança dos investidores em relação ao Brasil e ao Chile. Independente de não ter ocorrido a

¹⁵ Lora e Oliveira (1998) mostram que em 1995-90, em comparação com 1985-90, a Argentina avançou mais nas reformas e obteve maior ganho de produtividade de fatores, seguido de Brasil e Chile.

desvalorização, reduziram-se as exportações brasileiras para o Japão, que representavam mais de 6% em 1996 e foram para 4% do total em 1998.

A grande dificuldade para a Argentina é a dependência do comércio com o Brasil, seu principal parceiro comercial desde 1995. As exportações para o Brasil representaram em torno de 30% das exportações totais entre 1994-98. Até a desvalorização cambial no Brasil, em janeiro de 1999, isso representou uma vantagem para a economia, uma vez que o peso encontrava-se depreciado em relação ao real, permitindo a recuperação do desempenho do setor externo.

27. *Correlação entre os preços de títulos da dívida externa no mercado secundário*

A análise deste item é feita tomando apenas como parâmetro o papel mexicano, uma vez que o foco são os países que fazem parte de um mesmo bloco econômico. Poderia ser considerada a comparação entre papéis da Argentina e de Hong Kong, considerando que os agentes julguem as economias similares, em função de ambas adotarem o *currency board*, mas como Hong Kong não sucumbiu ao ataque especulativo e manteve seu regime, esse não seria um exercício relevante.

Analisando a correlação entre o preço do *par-bond*¹⁶ argentino, principal título da dívida externa, e o preço do equivalente mexicano, o *par-mex*, no período de janeiro de 1992 a novembro de 1994, nota-se elevada correlação de 90% entre ambos. A comparação excluiu o ano de 1991, em função do movimento atípico da cotação do título argentino diante da mudança do regime cambial. Retrocedendo o cálculo da correlação para o período anterior ao Plano Cavallo, reduz-se bastante o valor da correlação, reforçando a idéia de similaridade dos modelos de estabilização.

Fazendo a mesma comparação com o *par-bond* chileno, obtém-se a correlação de apenas 61% e, para o título brasileiro, 59% entre janeiro de 1992 e novembro de 1994. Isso pode ser um indicador de que os investidores internacionais viam semelhanças nos modelos argentino e mexicano e formavam suas expectativas incorporando essa informação. Confirma-se, assim, o resultado de Calvo e Reinhart (1995) de contágio da crise mexicana na Argentina por esse canal financeiro específico.

¹⁶ O *par-bond* é um *brady-bond*, ou seja, um título da renegociação da dívida externa no Plano Brady, de longo prazo e colateralizado.

28. Termos de troca

A Argentina enfrentou queda de 24% dos termos de troca na média de 1990-96 em relação à média da década de 1980, sendo que o Brasil e o Chile foram beneficiados com elevação de 6% e 29% respectivamente.

Ao longo de 1990-96, houve aumento dos termos de troca para os três países. A Argentina contou com elevação de 19% contra 53% do Brasil. O Chile foi beneficiado com a elevação dos termos de troca apenas até 1995, já que, em 1996, houve queda de 22% do preço do cobre, fazendo os termos de troca caírem mais de 15,5%, praticamente anulando a elevação ocorrida até 1995, conforme apresentado na Tabela 33.

A crise asiática derrubou o preços das *commodities*, impondo perdas principalmente aos países exportadores de bens primários, sendo o Chile mais afetado do que os outros dois países. O preço do cobre caiu 28% entre 1996-98. Foi uma das *commodities* mais prejudicadas pela conjuntura internacional, pressionando para baixo os termos de troca, que caíram 22% nesse período. Sem dúvida, o Chile foi o mais prejudicado na crise asiática, comprometendo sobremaneira suas contas externas.

A Argentina foi apenas moderadamente prejudicada na crise asiática. A queda de quase 40% nos preços do trigo e do milho entre 1996-98 frustraram as exportações de primários da Argentina. Houve elevação de 45% do seu volume, mas a queda de 22% no índice de preços de exportação gerou aumento do valor exportado de apenas 14%. Os termos de troca no período caíram 5,5%.

O Brasil contou com preços crescentes para café, soja, cacau e açúcar até 1997, o que permitiu o aumento das exportações de produtos primário em quase 70% entre 1992-97. Entretanto, o país passou a sofrer com a queda dos preços dessas *commodities* já no final de 1997. A queda dos termos de troca, entre 1996-98, foi de 6,5%. Conclui-se, portanto, que o Brasil foi o mais beneficiado pela conjuntura internacional, seja por contar com maior aumento dos termos de troca até 1996, ou por sentir de forma menos acentuada a queda após 1997, sem desconsiderar sua vantagem no que diz respeito à maior diversificação das exportações. Outro ponto favorável a ser destacado é que os termos de troca no Brasil oscilaram relativamente menos.

Cabe ressaltar que o comportamento dos termos de troca talvez tenha uma importância maior do que a análise sugere para explicar a vulnerabilidade dos países a ataques. O motivo é que o preço das *commodities* no mercado internacional é uma variável

rapidamente e facilmente observada pelo especuladores. Assim, esse seria um indicador muito utilizado pelos agentes na sua decisão de ataque, fazendo, no caso, a comparação com a taxa nominal de câmbio, que é igualmente fácil de ser observada.¹⁷ Nesse sentido, a queda do preço do cobre teria uma importância fundamental para explicar o impacto da crise asiática no Chile.

3.6 Indicadores de credibilidade

29. Volatilidade do fluxo de capitais de curto prazo¹⁸

O fluxo de capitais de curto prazo, medido pelo investimento em *portfolio*, apresentou maior volatilidade entre 1991-98 no Brasil, como pode ser observado no Gráfico 5, sendo o desvio-padrão de 1,82 contra 1,60 na Argentina e 1,12 no Chile.¹⁹ Assim, por este indicador, o Brasil estaria numa posição de menor credibilidade, em contraposição ao Chile.

No que diz respeito aos períodos anteriores às crises mundiais, o desvio-padrão do fluxo de capitais nos quatro trimestres que antecederam a crise mexicana foi 1,42 no Brasil, 1,03 na Argentina e apenas 0,49 no Chile. Convém lembrar que o resultado para o Brasil foi afetado pelo Plano Real. Mas é interessante notar a distância entre a volatilidade na Argentina e no Chile.

Nos quatro trimestres que antecederam a crise asiática, do terceiro trimestre de 1996 ao segundo trimestre de 1997, observou-se maior desvio-padrão do fluxo de capitais no Chile, sendo a taxa de 0,87 contra 0,39 no Brasil e 0,43 na Argentina.

Por outro lado, nos quatro trimestres que antecederam a crise russa, do terceiro trimestre de 1997 ao segundo trimestre de 1998, a maior volatilidade foi no Brasil, que apresentou taxa de 1,42 contra 0,90 no Chile e 0,33 na Argentina.

Conclui-se, portanto, que essa variável pode ser um possível indicador antecedente de ataques, uma vez que os resultados obtidos foram coerentes com o esperado.

¹⁷ Contribuição do colega do IPE Rodrigo Octavio Marques.

¹⁸ Os dados disponíveis são trimestrais, o que limita sobremaneira a análise, sendo os resultados obtidos apenas ilustrativos.

¹⁹ O cálculo do desvio-padrão foi realizado na série transformada em número índice.

30. Remuneração dos títulos da dívida externa no mercado secundário EMBI

Não há dados dessa variável para o Chile, pela pequena importância de sua dívida externa. É feita a análise para a Argentina e o Brasil e, também, para o EMBI total da América Latina a partir de 1994. Realizou-se um ajuste para igualar as variâncias dos indicadores EMBI com o intuito de afastar o efeito de peculiaridades dos títulos dos países sobre a oscilação dos indicadores. O resultado pode ser observado no Gráfico 6.

Em relação ao período que antecedeu a crise do México, entre janeiro e novembro de 1994, o Brasil apresentou indicador 42,5% mais elevado do que o da Argentina, que, por sua vez, apresentou indicador 14,6% mais baixo do que o EMBI total. O resultado do Brasil, mais uma vez, deve ser ponderado pelo fato do país estar no início do plano de estabilização. De qualquer forma, o resultado da Argentina surpreende.

Por outro lado, considerando o ritmo de crescimento do indicador, verifica-se que na Argentina houve elevação de 140,9% nesse período contra 93,2% no Brasil e 106,6% no total. Portanto, o risco era mais elevado no Brasil, mas com crescimento mais acelerado na Argentina antes da crise mexicana.

Manifestada a crise mexicana, claramente a Argentina foi mais afetada, sendo necessários 14 meses para que o indicador recuperasse seu patamar pré-crise, inclusive pela crise bancária que assolou o país nos primeiros meses de 1995.

No período anterior à crise asiática, entre outubro de 1996 e setembro de 1997, a situação se inverteu. O indicador brasileiro encontrava-se 10,2% na média acima do argentino e este, 4,4% abaixo do EMBI total, confirmando a maior expectativa de risco do Brasil. Em relação ao ritmo de crescimento, os indicadores de ambos os países vinham em queda, o que significa que a percepção de risco dos países era decrescente, mas a queda do indicador brasileiro foi mais lenta. Nesse período, a queda para o Brasil foi de 31,2% contra 52,1% na Argentina.

Considerando o período de janeiro a julho de 1998, que antecedeu a crise russa, mais uma vez o EMBI brasileiro ficou na média acima do Argentino, em 26,7%, e este abaixo do EMBI total em 10,6%. Quanto à variação dos indicadores no período, houve elevação de 6,4% no Brasil contra queda de 3,1% na Argentina. Assim, os especuladores avaliavam corretamente que o Brasil estava em situação mais crítica antes da crise russa.

No período como um todo, de 1994 a 1998, observou-se resultados similares para os países, mas com valores moderadamente superiores no Brasil em relação à Argentina, em 10,4% na média.

3.7 *Resumo*

Finalizada a análise dos indicadores, são apresentados a seguir quadros-resumo para permitir uma melhor consolidação das informações acima. O primeiro quadro visa uma avaliação geral do desempenho dos países. A cada uma das 30 variáveis apuradas é atribuído um valor de 1 a 3, para cada país, de forma a se obter um ordenamento decrescente do desempenho de cada indicador comparativamente entre os países. A maior frequência do número 1 em um país indica que este teve o melhor desempenho comparativo, e assim por diante.

Na última linha do quadro há uma média geral dos pontos com o intuito de fazer o *ranking* dos países, mas com a ressalva que se trata apenas um exercício ilustrativo, uma vez que há indicadores que revelam a mesma natureza de informações, penalizando ou beneficiando duplamente um país, ou ainda há indicadores menos relevantes empiricamente para avaliar a vulnerabilidade de um país a ataques.

Em seguida, há três quadros contendo as variáveis que possivelmente explicariam os diferentes impactos das três crises mundiais nos países. Quando, num país, tiver ocorrido a deterioração do indicador antes da crise ou este já tiver atingido um patamar muito desfavorável, é colocado um asterisco (*). Em alguns casos, há mais de um asterisco para diferenciar a gravidade da inconsistência do indicador entre os países. Nas últimas linhas dos quadros, há a soma do número de asteriscos assinalados, visando indicar em que país havia maiores razões para o ataque.

a) Quadro Resumo I

INDICADORES – DESEMPENHO GERAL		ARGENTINA	BRASIL	CHILE
EXTERNOS	1 Saldo no BTC (% PIB): taxa de crescimento anual	2	3	1
	2 Exportações (%PIB): valor e volume	1	3	2
	3 Importações (% PIB)	3	2	1
	4 Pauta de importações: bens de consumo e de capital	0	0	0
	5 Reservas internacionais sobre importações / sobre MI	3 / 1	1 / 3	2 / 2
	6 Passivo externo e remuneração em relação às exportações	2	3	1
	7 Composição dos passivos externos	3	2	1
	8 Influxo líquido de capitais – <i>portfolio</i> e bancos(%PIB)	-	-	-
INTERNOS	9 Taxas de inflação	1	2	3
	10 Crescimento do crédito bancário ao setor privado	-	-	-
	11 Taxa de crescimento anual do PIB	2	3	1
	12 Crescimento do desemprego	3	2	1
	13 Déficit público e pagamento de juros da dívida	2	3	1
	14 Estoque da dívida pública interna (% PIB)	2	3	1
	15 Formação bruta do capital e poupança (% PIB)	3	2	1
POL. ECON.	16 Taxa real de câmbio	1	3	2
	17 Taxa real de juros	1	3	2
	18 Políticas de esterilização	1	3	2
	19 Déficit primário do governo central	2	3	1
ESTRUTURAIS	20 Abertura comercial	3	2	1
	21 Diversificação da pauta de exportações	2	1	3
	22 Eficiência do gasto público: pessoal e investimentos	2	3	1
	23 Eficiência do sistema financeiro	2	3	1
	24 Regulamentação do setor bancário	2	3	1
	25 Reformas estruturais e ano de implementação	2	3	1
CONTÁG.	26 Parceiros comerciais	-	-	-
	27 Correlação entre preços de títulos da dívida externa	-	-	-
	28 Termos de troca	2	1	3
CREDIB.	29 Volatilidade do influxo de capitais de curto prazo	2	3	1
	30 Juros de títulos da dívida externa	1	2	-
	31 <i>Country risk rating</i>	2	3	1
MÉDIA		2	3	1

(-) indica que não se aplica a avaliação

(0) indica desempenhos equivalentes dos países

b) Quadro Resumo II

INDICADORES – PRÉ CRISE MEXICANA		ARGENTINA	BRASIL	CHILE		
FUNDAMENTOS	1	Saldo no BTC (% PIB)	*			
	2	Exportações (% PIB)	*	*		
	3	Importações e balanço comercial (% PIB)	**	*		
	5	Reservas internacionais	*			
	8	Influxo de capitais	**	*		
	9	Taxa de inflação	*			
	10	Taxa de variação real do crédito ao setor privado	**	*		
	11	Taxa de crescimento anual do PIB	*			
	12	Crescimento do desemprego	*			
	13	Déficit público e pagamento de juros da dívida				
	14	Estoque da dívida pública interna (% PIB)		*		
	15	Formação bruta do capital e poupança (% PIB)	*			
	16	Taxa real de câmbio	***	**	*	
	17	Taxa real de juros				
	18	Políticas de esterilização				
	19	Déficit primário do governo central	*			
	CONTÁG	26	Parceiros comerciais			
		27	Correlação entre preços de títulos da dívida externa	*		
		28	Termos de troca			
CRED.	29	Volatilidade do influxo de capitais de curto prazo	*	**		
	30	Juros de títulos da dívida externa	*	**	-	
SOMA		20	11	1		

c) Quadro Resumo III

INDICADORES – PRÉ CRISE ASIÁTICA		ARGENTINA	BRASIL	CHILE		
FUNDAMENTOS	1	Saldo no BTC (% PIB)	*	*	**	
	2	Exportações (% PIB)			*	
	3	Importações e balança comercial (% PIB)	**	*		
	5	Reservas internacionais				
	8	Influxo de capitais				
	9	Taxa de inflação				
	10	Taxa de variação real do crédito ao setor privado				
	11	Taxa de crescimento anual do PIB				
	12	Crescimento do desemprego		*		
	13	Déficit público e pagamento de juros da dívida		*		
	14	Estoque da dívida pública interna (% PIB)		*		
	15	Formação bruta do capital e poupança (% PIB)				
	16	Taxa real de câmbio			*	
	17	Taxa real de juros				
	18	Políticas de esterilização		*		
	19	Déficit primário do governo central		*		
	CONTÁG	26	Parceiros comerciais			*
		27	Correlação entre preços de títulos da dívida externa			
		28	Termos de troca			*
CRED.	29	Volatilidade do influxo de capitais de curto prazo			*	
	30	Juros de títulos da dívida externa		*	-	
SOMA		3	8	7		

d) Quadro Resumo IV

INDICADORES – PRÉ CRISE RUSSA		ARGENTINA	BRASIL	CHILE		
FUNDAMENTOS	1	Saldo no BTC (% PIB)	*	*	*	
	2	Exportações (% PIB)				
	3	Importações e balança comercial (% PIB)	*			
	5	Reservas internacionais		*		
	8	Influxo de capitais				
	9	Taxa de inflação				
	10	Taxa de variação real do crédito ao setor privado				
	11	Taxa de crescimento anual do PIB		*		
	12	Crescimento do desemprego		*		
	13	Déficit público e pagamento de juros da dívida		*		
	14	Estoque da dívida pública interna (% PIB)		*		
	15	Formação bruta do capital e poupança (% PIB)				
	16	Taxa real de câmbio				
	17	Taxa real de juros		*		
	18	Políticas de esterilização				
	19	Déficit primário do governo central				
	CONTÁG	26	Parceiros comerciais			
		27	Correlação entre preços de títulos da dívida externa			
		28	Termos de troca		*	**
CRED.	29	Volatilidade do influxo de capitais de curto prazo		*		
	30	Juros de títulos da dívida externa		*	-	
SOMA		2	10	3		

3.8 Principais conclusões da análise dos indicadores

O Brasil apresentou o pior desempenho no setor externo, o que se resume no déficit corrente sistemático e com rápido crescimento, podendo ter gerado expectativas desfavoráveis quanto à capacidade do país de reverter esse resultado sem a mudança do regime cambial. O único indicador com melhor desempenho foi o nível de reservas internacionais em relação às importações, mas o resultado é semelhante ao do Chile. Em contrapartida, foi o maior gasto com remuneração de passivos externos, que por sua vez cresceu rapidamente em relação às exportações.

O desequilíbrio interno também marcou a experiência brasileira com déficit público sistemático e crescente e taxas de crescimento econômico mais baixas e decrescentes, o que acarretou desemprego elevado.

A principal característica da condução da política econômica foram os juros mais elevados e voláteis, o que, por si só, já se traduz em maior vulnerabilidade a ataques. Isso explica, além do menor crescimento econômico, a elevação explosiva do estoque da dívida pública. Houve crescimento expressivo do estoque de moeda e do crédito em relação às reservas, indicando a ausência de âncora monetária, ficando o país dependente da apreciação cambial e dos juros elevados para manter a inflação baixa. Como agravante, a política fiscal não foi conservadora, pelo contrário.

Em termos estruturais, o país também sofreu o atraso na realização de reformas estruturais, inclusive as referentes ao setor financeiro. O destaque favorável ao país fica para a pauta de exportações mais diversificada e, também, para o maior leque de parceiros comerciais.

Outro fator positivo, mas de natureza em parte exógena, foram os termos de troca favoráveis ao país até 1996, mas não o suficiente para compensar a fragilidade do setor externo.

O resultado é que os indicadores de credibilidade foram mais desfavoráveis para o Brasil, refletindo, portanto, corretamente a desvantagem do país no desempenho dos indicadores econômicos. O pior desempenho geral do país explica a pequena duração do seu regime.

Na crise mexicana, o país apresentava deterioração dos fundamentos, em função da própria estabilização da economia, mas o Plano Real era muito recente e havia acabado

de garantir a eleição presidencial de Fernando Henrique Cardoso. Não seria razoável esperar que o governo não sustentasse a paridade cambial diante de uma eventual ameaça de ataques às reservas cambiais.

Os problemas nos fundamentos foram consequência da queda da taxa real de câmbio e do expressivo aquecimento econômico causado pela estabilização de preços. Considerando o aprofundamento da abertura comercial que ocorreu em paralelo, pode-se afirmar que o atraso cambial foi muito elevado no período. Houve deterioração das exportações e aumento das importações, mas ainda sem prejudicar o saldo em transações correntes. Paralelamente, o influxo de capitais num sistema bancário mal regulado implicou o acentuado crescimento do crédito, o que comprometeu a saúde do setor bancário. Isso ficou evidente em março de 1995, quando o banco central foi levado a socorrer instituições bancárias.

Os indicadores de credibilidade refletiram a incerteza inerente aos primeiros meses de estabilização da economia, apresentando o país os piores resultados comparativamente.

Nas vésperas da crise asiática, a inconsistência dos fundamentos era mais nítida. O comportamento dos déficits comercial e em transações correntes ilustram a dificuldade do setor externo. O resultado das exportações não foi insatisfatório, devido à evolução favorável dos termos de troca, mas não o suficiente para compensar o aumento das importações. Nesse aspecto, o país foi o mais beneficiado, pois contou com maior aumento dos termos de troca até 1996 e sofreu menos a queda após 1997. A taxa real de câmbio não acumulava mais apreciação adicional, mas diante do atraso na condução de reformas, provavelmente a defasagem cambial era mais elevada do que revelam os números apresentados.

O desequilíbrio interno também era claro com o aumento do desemprego e a deterioração das contas públicas, em função do crescimento explosivo da dívida e do crescente déficit públicos nos conceitos operacional e primário.

O resultado desse quadro geral foi o aumento da remuneração da dívida externa no mercado secundário, indicando a menor credibilidade da política econômica.

O ataque especulativo sofrido na crise asiática foi, efetivamente, o primeiro teste à sustentabilidade do regime cambial. Em função do não ajuste da economia, persistiu a deterioração nesses fundamentos e, assim, o impacto da crise russa foi maior, comprometendo a manutenção do regime cambial.

O desempenho geral da Argentina foi um pouco superior ao do Brasil. Do ponto de vista externo, sua vantagem resume-se ao desempenho das exportações, fruto do próprio comércio com o Brasil após o Plano Real. É uma vantagem muito frágil, pois decorre do desempenho de um outro país, e não do vigor da própria economia.

Em relação aos indicadores internos, o país conseguiu manter taxas de inflação mais baixas ao longo dos anos e apresentou maior crescimento econômico, mesmo com o impacto perverso do Efeito Tequila. O problema do desemprego é mais grave, mas houve redução entre 1997-98. Entretanto, esses resultados devem ser avaliados com cautela, em função do benefício das exportações para o Brasil.

A maior diferença em relação ao Brasil está associada à política econômica, caracterizada por taxas reais de juros mais baixas e controle monetário estrito, como consequência do regime cambial. Em contrapartida, a defasagem cambial é elevada, mas talvez menor do que revelam os números, em função do maior avanço nas reformas, inclusive com redução da carga tributária para as empresas. Destaca-se também o maior esforço fiscal do país.

Nas variáveis estruturais, os indicadores da Argentina também são relativamente melhores, como na alocação do gasto público e na eficiência e nos avanços na regulação prudencial e supervisão do setor bancário.

A Argentina apresentou indicadores de credibilidade moderadamente melhores do que os do Brasil, o que condiz com a melhor avaliação geral de desempenho no período analisado.

Mas há pontos importantes de fragilidade, como a baixa poupança doméstica e focos de instabilidade fiscal, principalmente nas províncias, além, é claro, a dependência no comércio com o Brasil.

No que diz respeito aos episódios de crise mundial, na crise mexicana o país apresentava nítida inconsistência nos fundamentos. O Plano Cavallo, devido à apreciação real do câmbio e ao aquecimento da economia, impôs a deterioração das contas externas, havendo queda nas exportações e, principalmente, elevação substancial das importações de bens de consumo, ficando o país, nesse caso, com resultado pior que o do Brasil. O sistemático déficit em transações correntes sinaliza a vulnerabilidade da economia.

O aquecimento da economia após a estabilização foi muito acentuado, o que, além de explicar o desempenho desfavorável das contas externas, elucida a fragilidade do sistema financeiro que culminou na crise bancária, em março de 1995. Paralelamente, o aumento da formação bruta de capital foi muito elevado, podendo suscitar dúvidas quanto à qualidade dos investimentos. Nas vésperas da crise mexicana, o ritmo de crescimento já havia desacelerado, trazendo o indesejável aumento do desemprego e contribuindo para o pior desempenho fiscal.

Como agravante, observou-se o canal de contágio financeiro entre México e Argentina com a elevada correlação da cotação dos títulos da dívida externa no mercado secundário, podendo indicar que os especuladores acreditavam na similaridade dos modelos econômicos desses países.

Os indicadores de credibilidade confirmaram a fragilidade da Argentina. Houve maior volatilidade do influxo de capitais e aumento do juro da dívida externa antes da crise mexicana, mas com a ressalva que os indicadores brasileiros tiveram pior resultado por conta do plano de estabilização.

Após a crise, em 1995, houve redução do déficit corrente diante da queda do PIB e o conseqüente corte nas importações, além da elevação das exportações, no caso para o Brasil. A resposta da economia ao Efeito Tequila foi positiva e o país pôde sair ileso das crises asiática e russa. Nesses episódios, praticamente apenas o déficit no balanço de transações correntes apresentava deterioração. Isso permitiu uma recuperação do desempenho geral do país.

O Chile destaca-se pelo melhor desempenho geral, tanto em termos de indicadores externos e internos, como de política econômica e fatores estruturais, o que se reflete apropriadamente nos melhores indicadores de credibilidade.

Suas principais vantagens são o dinamismo do setor exportador, a maior participação e estabilidade do investimento direto estrangeiro, a maior taxa de investimento e poupança, o menor desemprego, a melhor qualidade do gasto público, o sistema financeiro mais eficiente, mais regulado e com melhor saúde, além de ser um paradigma em relação às reformas estruturais conduzidas, inclusive no setor financeiro. Desconsiderando o potencial de crescimento do sistema financeiro de cada país, o Chile apresenta sistema financeiro mais maduro em termos de solidez. A Argentina e, principalmente, o Brasil estão num processo de ajuste.

O grande e principal ponto de fragilidade da economia é a elevada concentração da pauta de exportação no cobre, causando muita oscilação nos termos de troca e, conseqüentemente, nas contas externas. A queda do preço do cobre, em 1996, derrubou os termos de troca e o déficit corrente elevou de patamar.

O preço do cobre também teve conseqüências negativas sobre o desempenho fiscal, mas é menos provável que isso tenha gerado preocupações aos investidores internacionais, uma vez que o país apresenta equilíbrio fiscal sistemático e as empresas públicas e as gestões municipais mantiveram-se na média equilibradas.

O país não apresentava deterioração de fundamentos antes da crise mexicana. Mas esse não foi o caso na crise asiática, devido à queda dos termos de troca em 1996, não compensada por desvalorização cambial. Pelo contrário, houve efetivamente um aumento da apreciação cambial, o que prejudicou as contas externas. O canal comercial de contágio foi um importante agravante. Assim, explica-se a maior vulnerabilidade da economia naquele episódio.

O indicador de credibilidade disponível, no caso a volatilidade do fluxo líquido de capitais, confirma a maior fragilidade da economia chilena antes de eclodir a crise asiática.

A reação do governo chileno à crise asiática foi o ajuste da taxa de câmbio, reduzindo a defasagem cambial, o que permitiu, ao longo do tempo, a elevação menos acentuada das taxas de juros. Mas a queda dos termos de troca e a contração da demanda internacional, após a crise asiática, demandavam maior desvalorização do câmbio e, assim, a deterioração do saldo de transações correntes continuou se agravando. Mas diante da maior solidez dos fundamentos, o país praticamente não foi afetado pela crise russa.

CAPÍTULO V

ANÁLISE CONSOLIDADA

1. Referenciais de análise

A definição de regime de política econômica proposta aborda três referenciais teóricos principais. O primeiro considera o regime monetário, que engloba os arranjos que condicionam o controle monetário, como as metas de inflação e a instituição de independência do banco central. Esses arranjos, em princípio, contribuem para maior disciplina monetária e constituem uma opção estratégica para conferir credibilidade à política monetária. A ausência de arranjos monetários implica a necessidade de uma política monetária mais conservadora para convencer os agentes quanto à estabilidade do regime monetário ou, em outras palavras, para reduzir o viés inflacionário do equilíbrio de poder discricionário. Adicionalmente é investigada a presença de mecanismos de indexação na economia, que exigem maior disciplina fiscal e monetária para que não seja potencializada a instabilidade inflacionária.

O segundo referencial é a caracterização do regime fiscal. Um regime fiscal dito instabilizante, ou seja, que sinaliza inflação futura mais elevada aos agentes, inviabiliza o objetivo de controle monetário, independentemente da existência de arranjos que disciplinem a criação de moeda. Quanto mais instabilizante um regime fiscal, maior a disciplina fiscal requerida para a autoridade fiscal conquistar reputação. Isso significa que o governo tende a perder a política fiscal como instrumento de política econômica quando o regime é instabilizante.

Tradicionalmente, as variáveis fiscais convencionais são utilizadas para indicar a qualidade do regime fiscal, como déficit público, taxa de juros e estoque e maturidade da dívida pública. Mas é importante contemplar a previsibilidade de gastos, avaliando os riscos fiscais, ou seja, a existência de despesas implícitas e contingentes que possam ameaçar o equilíbrio futuro das contas públicas, gerando já no período corrente expectativas desfavoráveis quanto à estabilidade do regime fiscal.

Um regime fiscal instabilizante e a relutância em corrigi-lo causam incerteza e instabilidade que comprometem o crescimento econômico com estabilidade de preços. Esse resultado independe do regime cambial seguido, pois este fator apenas determina o

intervalo temporal necessário para se configurar o resultado de inflação mais elevada. No câmbio fixo, o resultado inflacionário é amenizado enquanto vigorar o regime, uma vez que apenas os preços dos bens *non-tradable* são pressionados para cima. Mas, ainda que no longo prazo, o regime fiscal instabilizante inviabiliza o própria regra cambial, ao expor a economia a ataques especulativos, configurando o resultado inflacionário após o colapso do regime, quando se adota a flutuação cambial. O financiamento monetário do déficit público acaba gerando pressão nos preços e no próprio câmbio nominal.

O terceiro referencial teórico diz respeito ao regime cambial adotado e ao grau de abertura financeira da economia. Quanto maior a rigidez cambial e maior a mobilidade de capitais, maior a endogeneidade da moeda e, portanto, maior a restrição sobre a política monetária e, conseqüentemente, sobre a política fiscal. Por outro lado, é instituída a âncora cambial na economia, dispensando a necessidade de arranjos monetários que garantam a inflação baixa, ao contrário de um regime de maior flexibilidade do câmbio.

No câmbio fixo com mobilidade imperfeita de capitais, apesar da endogeneidade da moeda, é possível conduzir políticas de esterilização e, assim, realizar o controle monetário. Nesse sentido, os controles de capitais recuperam parcialmente o instrumento monetário, pois tornam os ativos doméstico e externo substitutos imperfeitos. Mas esse é um resultado de curto e médio prazo. Além disso, dada a impossibilidade de indefinidamente fazer intervenções esterilizadas, devido ao impacto na dívida pública ou no estoque de moeda, dependendo do sentido da esterilização, contracionista ou expansionista, respectivamente, no longo prazo prevalece o resultado de endogeneidade da moeda.

No caso do regime de *currency board*, as políticas de esterilização estão descartadas. É um regime que impede a condução da política monetária e impõe disciplina fiscal estrita para sua manutenção, isto é, para a não vulnerabilidade a ataques especulativos. Trata-se de um regime extremo que engessa a economia ao impor a perda dos instrumentos convencionais de política econômica.

Quando um regime variante do câmbio fixo tem flexibilidade o bastante para realizar ajustes cambiais diante de pressões mais significativas no mercado cambial e, ao mesmo tempo, tem credibilidade suficiente para que a correção cambial não cause turbulência no mercado, obtém-se um resultado de não vulnerabilidade a ataques especulativos e crises cambiais. No longo prazo, o regime cambial é, portanto, sustentável. Isso

pressupõe que a manutenção do regime seja o objetivo principal do governo, de forma que a política econômica seja formulada para seu atendimento, garantido sua credibilidade.

Em planos de estabilização de âncora cambial, a economia tende a apresentar um ciclo de prosperidade, após o anúncio da redução do ritmo de desvalorização cambial, e posterior depressão, conforme se acumula apreciação cambial. Pode-se considerar dois canais principais. Primeiro, a falta de credibilidade do plano levando os agentes a elevar seu consumo por acreditarem que a redução dos juros nominal é transitória, ocorrendo um efeito substituição intertemporal. O segundo canal seria via efeito riqueza que acompanha a queda da inflação e a conseqüente remonetização da economia, além da apreciação real do câmbio que barateia ativos. Em função do segundo efeito, a ocorrência do ciclo não é prova de falta de credibilidade do plano e eleva-se a probabilidade desse ciclo ocorrer, principalmente no combate a inflações crônicas.

A análise sugere que no primeiro esforço de estabilização, o ciclo tende a ser mais intenso. Conforme a inflação passa a convergir, a cada novo anúncio de redução da desvalorização cambial, o ciclo fica mais ameno ou não se configura, inclusive em função do paulatino ganho de credibilidade. Portanto, economias com regimes cambiais que constituem uma estratégia de manutenção da estabilidade de preços não sofrem esse ciclo e, nesse sentido, são menos vulneráveis a ataques.

A concomitante abertura financeira tende a intensificar o ciclo de prosperidade e depressão ao criar o problema de *overborrowing* do setor bancário num contexto de regulação bancária precária. Nesse caso, pode ser desencadeada uma crise bancária que culmina numa crise cambial, ou vice-versa. Além disso, o processo de abertura financeira gera o *overshooting* do influxo de capitais e da apreciação da taxa real de câmbio, o que no contexto de câmbio fixo implica uma maior vulnerabilidade do país a ataques especulativos.

Cabe destacar que a consolidação dos denominados modelos de primeira e segunda geração permite uma visão mais ampla do ciclo econômico dos planos de estabilização de âncora cambial. O expressivo aquecimento econômico que se segue à queda rápida da inflação gera uma inconsistência na política econômica, assim como descrito nos modelos de primeira geração, que pode ainda ser exacerbada pela abertura à mobilidade de capitais num sistema financeiro com regulação precária. Conforme os agentes percebem essa inconsistência, a taxa de juros sobe e a opção pela manutenção do regime

cambial desencadeia a reversão do aquecimento econômico. O país passa a ter um menor ritmo de crescimento e maior desemprego. Conforme os modelos de segunda geração, diante de um ataque especulativo, o custo recessivo de defender o regime é ponderado pelo substancial benefício político conquistado na estabilização inflacionária, o que tende a prolongar a manutenção do regime, mas a custos crescentes.

Todos esses fatores considerados, os regimes monetário, fiscal e cambial, participam da caracterização do regime de política econômica. Havendo coerência mútua entre eles, o regime de política econômica terá consistência interna. Isso confere estabilidade ao regime, permitindo a solidez e o bom funcionamento da economia, no sentido da estabilidade de preços e do crescimento econômico não serem comprometidos pela imprudência na condução da política econômica.

Uma peça chave para esses dois objetivos principais, estabilização e crescimento, que dizem respeito ao equilíbrio interno, é a garantia do equilíbrio externo, definido pela sustentabilidade do saldo de transações correntes. Intertemporalmente, o equilíbrio externo é condição para o equilíbrio interno. Nesse caso, a escolha do regime cambial traz algumas implicações na dinâmica da economia. No regime de câmbio flexível, não se coloca o problema do equilíbrio externo, uma vez que a taxa de câmbio se ajusta para que o mesmo esteja garantido. Não é o caso do câmbio fixo.

Quanto maior a intervenção ou o controle das variáveis econômicas pelo governo, mais se exige em termos de consistência da política econômica, principalmente no caso da ação ser duradoura, e não apenas uma resposta a uma contingência. É o caso do regime de câmbio fixo. Por mais que no curto e médio prazo a eventual inconsistência não se evidencie, no longo prazo a insistência no não ajuste da economia causa o colapso do regime cambial.

Ao contrário do câmbio flexível, que torna-se paulatinamente inviável¹ numa realidade de desequilíbrio fiscal persistente e inflação crescente, o câmbio fixo tem seu colapso repentino num ataque especulativo, o que pode ser muito traumático para a economia, dependendo da desvalorização cambial necessária para recompor o equilíbrio externo. Em função dos custos incorridos pelos especuladores, os ataques não são exatamente muito frequentes. Apenas quando os agentes avaliam que os fundamentos da economia

¹ A inviabilidade diz respeito ao fato das depreciações cambiais tornarem-se mais frequentes e sistemáticas, no limite podendo levar o governo a abrir mão do câmbio flexível, em função da elevada instabilidade cambial.

estão suficientemente deteriorados é que eles ocorrem. Isso significa que, no curto e médio prazo, o regime mantém-se, mesmo não tendo consistência interna. Havendo fatores externos favoráveis, a sobrevivência do regime pode se prolongar ainda mais. Ainda que o governo opte pela defesa do regime, isso é feito a um custo muito elevado, que possivelmente consegue apenas adiar o futuro colapso, mas não evitá-lo.

A não vulnerabilidade do regime de câmbio fixo a ataques especulativos pressupõe, entre outros,² a estabilidade dos regimes fiscal e monetário propiciando a própria consistência interna do regime de política econômica. Além disso, no caso de um eventual ataque, é possível uma melhor e menos custosa defesa do regime cambial, dada a maior credibilidade da política econômica. Se o regime não é estável, a defesa resume-se à elevação significativa da taxa de juros para remunerar o maior risco cambial, o que, por sua vez, apenas adia a crise cambial, por não haver espaço efetivo para um ajuste fiscal e reformas, ou até alguma mudança do câmbio, no caso de um regime cambial mais flexível. Em outras palavras, o regime estável propicia, não só a menor vulnerabilidade a ataques, mas a ampliação do número de instrumentos disponíveis de defesa.

O reflexo da estabilidade do regime de política econômica de um país é a consistência de seus fundamentos, incluindo aí também as variáveis que definem a relação custo-benefício de manutenção do regime cambial. A literatura de crises cambiais oferece um amplo conjunto de variáveis quantitativas e qualitativas relevantes para essa avaliação, como discutido no primeiro capítulo.

Um regime estável pressupõe a consistência na política econômica e, portanto, tende a apresentar equilíbrio externo e, assim, melhores indicadores externos também, mas não descartando a possibilidade de déficit em transações correntes e endividamento externo crescente, uma vez que o conceito de equilíbrio externo diz respeito à sua sustentabilidade intertemporal, e não ao seu equilíbrio persistente.

Do ponto de vista do equilíbrio interno, como o regime estável pressupõe um regime fiscal estabilizante, isso implica a tendência de apresentar bons indicadores fiscais. Melhores também são os indicadores de crescimento e desemprego, em função da menor vulnerabilidade a ataques, sendo a taxa de juros menos pressionada para cima. Paralelamente, os indicadores de política econômica são mais robustos, pois o regime

² A estabilidade do regime fiscal e monetário é condição necessária, mas não suficiente para evitar ataques, como discutido nos modelos de segunda geração.

estável amplia os instrumentos de política econômica, contribuindo para uma resposta a ataques menos concentrada na elevação dos juros.

Se por um lado o regime de política econômica condiciona os fundamentos, por outro depende do desempenho deles para sua própria estabilidade, conformando-se, assim, uma relação circular entre ambos. Mas o impacto do comportamento dos fundamentos na estabilidade do regime depende do seu próprio grau de estabilidade. Regimes instáveis demandam uma política econômica mais conservadora e maior consistência nos fundamentos para sua durabilidade, de forma a diminuir a vulnerabilidade a ataques e a compensar o menor espaço para a condução da política econômica. Caso contrário, é potencializada a instabilidade do próprio regime, em função das expectativas desfavoráveis dos agentes. Já os regime estáveis tendem a ser menos afetados por um eventual desempenho insatisfatório nos fundamentos, ou, em outras palavras, menor é a sensibilidade da economia a notícias ruins e a expectativas desfavoráveis dos agentes.

Inserindo nessa discussão a questão da flexibilidade do regime cambial, pode-se afirmar que um regime de política econômica caracterizado por câmbio estritamente fixo, em estágio inicial de um plano de estabilização e de abertura financeira da economia, com regime fiscal instabilizante e regime monetário não estruturado é mais vulnerável a ataques e demanda um melhor desempenho dos fundamentos. Nesse caso, o país passa a depender, em maior grau, de reformas que promovam ganhos de produtividade, de credibilidade para afastar os movimentos especulativos e de uma estrutura econômica mais sólida.

Dessa forma, esta análise engloba a avaliação de algumas variáveis estruturais que auxiliam no fortalecimento do regime de política econômica, como a pauta de exportações mais diversificada, que reduz o impacto de choques externos, e o avanço em reformas estruturais, que auferem maior estabilidade e credibilidade ao regime, ambos gerando expectativas favoráveis dos agentes quanto à sua durabilidade, ainda que marginalmente.

Mesmo que a instabilidade de um regime leve à deterioração dos fundamentos e à elevação do custo para sua defesa, deve-se considerar um possível agravante que é o contágio de crises externas nos seus diversos canais, o que também é investigado.

A seguir, à luz da definição de regime de política econômica proposta e dos referenciais teóricos citados, é apresentada a análise de consolidação da caracterização dos regimes

de política econômica dos países com a evolução observada dos seus indicadores econômicos.

2. Chile

Em princípio, o regime cambial chileno, de bandas com largura e patamar não fixos, é sustentável no longo prazo, uma vez que há flexibilidade suficiente para realizar ajustes do câmbio. Porém, não está descartada a hipótese do país sofrer ataques especulativos, mesmo que não com a virulência de um ataque típico. O motivo é que a flexibilidade cambial pode não ser perfeita, havendo momentos de maior apreciação da taxa real de câmbio, acarretando inconsistência nos fundamentos. Mas se um governo está realmente disposto a priorizar o regime cambial, em detrimento de outros objetivos de política econômica, a possibilidade de um ataque é eliminada.

O regime cambial chileno não esteve associado, na década de 1990, a um plano de estabilização, mas sim foi um coadjuvante das metas inflacionárias para a redução gradual da inflação. O país inaugurou a década de 1990 com taxas moderadas de inflação, em torno de 27% ao ano, sendo que o maior esforço de estabilização de preços remonta ao final da década de 1970, quando foi adotado um plano de âncora cambial. Portanto, o país não esteve sujeito ao ciclo de prosperidade e depressão típico dos planos de âncora cambial.

Não havia plena mobilidade de capitais, devido à adoção de eficazes controles que foram importantes para reduzir o impacto do aumento do influxo de capitais no início da década de 1990. Esse não é um instrumento poderoso o suficiente para evitar crises cambiais, pois tem eficácia transitória, mas é particularmente importante diante de um influxo acentuado de capitais. Adicionalmente, a política monetária é parcialmente recuperada como instrumento de política econômica.

Por esses três fatores, flexibilidade cambial, contexto de utilização da âncora cambial e menor abertura financeira, o regime cambial chileno exigia menor conservadorismo na política econômica, no que diz respeito apenas à sua sustentabilidade. Mas a disciplina monetária e fiscal não era dispensada, principalmente considerando a apreciação cambial real mantida ao longo dos anos.

A contrapartida à menor restrição na política econômica é que a âncora nominal de preços não está necessariamente garantida num regime cambial mais flexível e, nesse sentido, se o governo tem como objetivo a estabilização de preços, deve criar

instrumentos para tal. No caso chileno, o governo atuou em duas frentes, a instituição da independência do banco central e, principalmente, o compromisso com metas inflacionárias preanunciadas.

A independência do banco central é estrategicamente um importante instrumento para garantir o respeito à meta inflacionária, contribuindo para sua credibilidade. Se a meta é anunciada, mas um frágil arranjo institucional da autoridade monetária a deixa suscetível a pressões de grupos externos, por exemplo para financiar gastos públicos, garantir dívidas e oferecer créditos oficiais, os agentes passam a antecipar uma inflação futura mais elevada, aumentando o custo recessivo de atender a meta inflacionária anunciada, no limite inviabilizando-a.

A autonomia da autoridade monetária, assim como o compromisso com regras ou metas de política monetária, não garantem necessariamente a estabilidade de preços. Na existência de indisciplina fiscal sistemática e elevação do estoque da dívida pública, os agentes podem passar a acreditar no financiamento monetário futuro do déficit público, antecipando uma inflação mais elevada. Podem também se recusar a adquirir títulos públicos por acreditarem no calote da dívida, o que implica já no período corrente a monetização do déficit e inflação, independente de qualquer arranjo institucional ou compromisso do banco central. Portanto, a estabilidade de preços, ainda que no longo prazo, pressupõe um regime fiscal estabilizante, o que é caso chileno.

Há vários elementos que indicam a boa qualidade do regime fiscal do país. Primeiro, o equilíbrio fiscal é sistemático e praticamente não há dívida pública, exceto para a condução da política monetária. Segundo, a alocação de recursos públicos é apropriada, no que diz respeito à relação entre gastos com o funcionalismo e com investimentos e à prioridade dos gastos sociais e em infra-estrutura. Terceiro, há controle sobre os gastos das municipalidades e das empresas estatais, que apresentam equilíbrio fiscal contínuo. Quarto, não há pressões aparentes de gastos contingentes futuros, como com a previdência, pois esta já foi privatizada, ou com o socorro ao sistema bancário, uma vez que o setor passou por um importante ajuste após a crise de 1982-83. Quinto e último, as pressões advindas das oscilações do preço do cobre são adequadamente administradas por meio do Fundo de Estabilização do Cobre, tal que elevações transitórias da receita do governo, via transferências da CODELCO, não se revertem em mais gastos.

O equilíbrio fiscal chileno é mantido graças a ajustes profundos e reformas conduzidas na economia desde a década de 1980. São reformas que já comprovaram sua eficácia. O equilíbrio não é mantido por artificios ou mecanismos perversos e transitórios de cortes. Isso significa que o país conta com um regime fiscal que sinaliza a disciplina fiscal futura, e não apenas um equilíbrio provisório.

No geral, a política fiscal é neutra, mas em alguns momentos abriu-se espaço para políticas contracíclicas. A estabilidade do regime fiscal permite a utilização do instrumento fiscal diante de contingências, além de contribuir para sua eficácia. Numa economia com regime fiscal instabilizante, uma elevação dos gastos públicos tende a ser interpretada pelos agentes como descontrole fiscal e um sinal de mais inflação futura e maior vulnerabilidade externa. Isso aumenta o custo do financiamento ao governo em termos de juros mais elevados e potencializa o *crowding out* do setor privado, reduzindo a eficácia da política.

A adequada utilização dos recursos públicos também é importante. Países que alocam de forma apropriada seus recursos públicos contribuem para o crescimento e a eficiência econômica, o que reduz o risco-país, aumenta a credibilidade externa na política econômica e eleva o interesse dos investidores internacionais pelo país. Do ponto de vista da solvência do governo, a alocação inadequada de recursos compromete a capacidade de honrar compromissos futuros, pois os gastos não irão gerar fluxo futuro de receitas suficiente para cobrir o serviço da dívida.

O regime de política econômica do Chile é, portanto, caracterizado por um regime cambial que demanda menos conservadorismo das políticas monetária e fiscal, um regime monetário bem estruturado, contando com a independência do banco central e as metas inflacionárias, que criam condições para a disciplina monetária, e um regime fiscal estabilizante, garantindo efetivamente a disciplina fiscal e monetária.

Cabe ressaltar a presença de indexação na economia. Em princípio, a indexação não é em si inflacionária, mas amplia o impacto da indisciplina fiscal e monetária nos preços. Porém, estando inserida num ambiente estabilidade de longo prazo de preços, como no caso chileno, a indexação não causa a realimentação inflacionária, ao contrário de países num contexto de políticas acomodativas que apenas a utilizam como uma forma de postergar o combate à inflação.

Trata-se de um regime de política econômica estável e, portanto, sustentável, que gera expectativas favoráveis dos agentes quanto à possibilidade de ser mantida a disciplina monetária e fiscal, intertemporalmente, e de reduzir a vulnerabilidade do país a pressões cambiais. Esse regime propiciou uma condução de política econômica mais flexível e prudente. Além disso, o país apresenta indicadores estruturais que são paradigma na América Latina, conferindo mais credibilidade à política econômica.

Apesar disso, o Chile enfrenta as restrições impostas pela dependência na exportação do cobre. As contas externas do país são muito afetadas pelas oscilações do preço dessa *commodity*. O impacto da redução do preço do cobre no balanço de transações correntes em 1993 e, principalmente, a partir de 1996 evidenciou essa fragilidade. O saldo era de -2,2% do PIB em 1992 e pulou para -5,6% em 1993. Da mesma forma, saiu de -2,2% em 1995 para -5,1% em 1996.

Assim, a estabilidade do regime de política econômica não impediu que o país se mantivesse ileso à conjuntura internacional. O país foi alvo de pressões cambiais, particularmente após a crise asiática. O motivo foi a significativa queda dos termos de troca associada à apreciação cambial.

Não há uma avaliação do efetivo atraso cambial do país. Houve transformações no processo produtivo na década de 1990 que podem ter amenizado a defasagem cambial, mas há limites para esses ajustes de produtividade no curto prazo. Portanto, efetivamente, houve apreciação cambial não compensada por ganhos de produtividade, o que se refletiu no aumento do déficit em transações correntes, especificamente nos períodos de queda dos termos de troca, podendo-se considerar a possibilidade de pressões especulativas no curto prazo.

Talvez o governo devesse ter feito uma correção cambial mais ativa, diante da queda do preço do cobre e, conseqüentemente, dos termos de troca em 1996, assim como fez em 1993. Provavelmente, o governo optou pelo atendimento à regra de inflação, por julgar o choque transitório.

Como já comentado, a disposição de um governo em corrigir o câmbio afasta a ameaça dos ataques. Entretanto, o Chile priorizava o atendimento às metas de inflação para não inserir um conflito de objetivos na política econômica que comprometeria sua credibilidade. Em outras palavras, o regime cambial constituía um instrumento a mais para a estabilidade inflacionária e não um objetivo em si. Portanto, o regime cambial

mais flexível não foi empecilho à redução das taxas de inflação. Pelo contrário, a apreciação cambial colaborou para a trajetória decrescente das taxas de inflação ao longo dos anos, contribuindo para o cumprimento das metas.

Entre 1990 e 1992, as taxas de inflação foram muito voláteis, mas com nítida tendência queda. Em contrapartida, acumulava-se apreciação da taxa real de câmbio, revelando a importância desse instrumento de estabilização de preços. Em 1993, com a queda do preço do cobre no mercado internacional, o governo respondeu com maior desvalorização cambial, o que causou interrupção do ritmo de queda da inflação, cuja taxa de variação repetiu o resultado do ano anterior. A partir de 1994, as taxas de inflação ficaram menos voláteis e mantiveram o ritmo de queda, apesar das turbulências no cenário internacional e o maior impacto da crise asiática. Em contrapartida, a taxa nominal de câmbio manteve-se constante, a partir de 1996 até a crise asiática, quando houve uma desvalorização cambial significativa, mantendo-se a partir daí um ritmo persistente e lento de desvalorização. Mesmo assim, a inflação manteve o ritmo de queda, não havendo saltos. Sem desconsiderar a importância do aperto monetário e da redução do crescimento econômico em 1998, a análise sugere que com o passar do tempo a queda da inflação passou a depender menos da apreciação cambial, o que é um sinal do regime de política econômica estável, abrindo espaço para extinguir o regime de bandas, como de fato ocorreu em setembro de 1999.

As taxas de juros mantiveram-se estáveis e em patamares não elevados, com exceção do período após a crise asiática. A taxa real de juros média entre 1991-98 foi de 0,5% ao mês, o que equivale a 5,6% ao ano, contra 0,8% ao mês entre novembro de 1997 e dezembro de 1998, período de maior turbulência e pressão especulativa. Isso é um indicador da qualidade e da credibilidade do regime de política econômica.

Com relação ao impacto das crises externas, o país saiu ileso da crise mexicana, exceto pela queda nas bolsas. Mas o mesmo não ocorreu na crise asiática. Em função da redução dos termos de troca não compensada por desvalorização cambial, as contas externas apresentavam deterioração antes da crise. Como agravante, dada a importância do comércio com o sudeste asiático, o canal comercial de contágio foi acionado. Assim, explica-se a maior vulnerabilidade da economia naquele episódio.

Os modelos de primeira geração não são, portanto, adequados para explicar o caso chileno, pois não havia inconsistência na política econômica. Os modelos de segunda geração são mais adequados. A queda dos termos de troca elevava o custo de não

desvalorizar a moeda e a crise asiática causou o deslocamento das expectativas ao acionar o efeito contágio pelo canal comercial, que deflagrou o movimento especulativo contra o país.

A reação do governo à crise asiática envolveu uma combinação dos três instrumentos principais de política econômica. Houve desvalorização cambial, elevação das taxas de juros e ajuste na política fiscal.

A crise asiática causou nova queda no preço do cobre no mercado internacional, o que prejudicou a economia no ano de 1998. Mas, graças às respostas adequadas de política econômica durante e após a crise asiática, foi possível conter a deterioração dos fundamentos e evitar o impacto da crise russa que ocorreu meses depois.

Inicialmente, a elevação dos juros não foi acentuada e restringiu-se aos meses de outubro e novembro de 1997, quando a taxa nominal atingiu 17% ao ano. Entretanto, ao longo de 1998, houve novas ocorrências de pressão especulativa. Com o cupom cambial negativo entre novembro de 1997 e janeiro de 1998, o banco central precisou elevar os juros para conter o movimento especulativo. O mesmo voltou a ocorrer em junho e agosto. Houve pressão no mercado cambial e o governo reagiu permitindo a desvalorização cambial e elevando os juros novamente. Como se pode notar, o ano de 1998 foi de bastante instabilidade, mas não por conta da crise russa, mas pelo impacto da crise asiática e seus desdobramentos.

Do lado fiscal, houve um ajuste inicial com corte e realocação dos gastos públicos. Por outro lado, o investimento das estatais aumentou para amenizar a queda da atividade econômica. Com a queda da arrecadação tributária, em função da queda do preço do cobre, houve redução do superávit fiscal. De qualquer forma, foi mantido o equilíbrio fiscal, com superávit nominal de 0,5% do PIB.

A estratégia geral da programa econômico implementado no Chile foi consistente com os objetivos de longo prazo de crescimento sustentável com gradual redução da inflação. Graças às importantes reformas estruturais, incluindo a rigorosa regulamentação financeira e bancária, e à política econômica prudente, a economia chilena manteve sua solidez para sair relativamente bem amparada dos episódios de crise externa.

Sem desconsiderar os períodos com termos de troca favoráveis e influxo de capitais, que estão associados à melhora da performance econômica do Chile, o vigor do regime de

política econômica reflete-se no comportamento dos fundamentos da economia. O país, sem sombra de dúvida, apresenta os melhores indicadores externos, internos e de política econômica. O sucesso chileno não é fruto de um fator isolado, mas de um conjunto coerente de ações.

Apesar disso, o ano de 1999 foi muito difícil para o país, pois foi um ano de ajuste ao choque. Houve queda do PIB de 1,1% em relação ao ano anterior, depois de quinze anos de crescimento ininterrupto, com o conseqüente aumento do desemprego, que atingiu níveis recordes. O preço do cobre manteve-se deprimido, ocorrendo ainda pequena queda de 5% em relação ao ano anterior, e houve queda de 2,5% dos termos de troca, comprometendo as exportações, que mantiveram-se baixas, apesar do aumento do volume em 9,6%. Em contrapartida, o país conseguiu recuperar o equilíbrio comercial perdido em 1998, graças à queda de quase 20% das importações. Foi reduzido significativamente o déficit em transações correntes, que atingiu -1,0% do PIB, contra os -5,5% do PIB em 1998, evidenciando a trajetória não explosiva dessa variável. A inflação continuou caindo, ficando em 3% ao ano.

O país optou pela remoção das bandas cambiais em setembro de 1999, deixando a moeda flutuar. Não se configurou uma crise cambial, uma vez que a taxa de câmbio se depreciou lentamente, atingindo variação nominal de 10% no ano. É possível que os movimentos pressão especulativa possam ter apressado a decisão do país de abrir mão do regime, mas aparentemente essa era uma tendência natural da política econômica, no sentido de flexibilizá-la diante do sucesso da queda da inflação.

3. Argentina

A Argentina foi levada ao regime de *currency board*, devido ao histórico de indisciplina monetária e fiscal e do elevado grau de dolarização da economia que facilitava a adoção e contribuía para a eficácia desta estratégia de estabilização. O *currency board* é caracterizado pelo compromisso com o câmbio estritamente fixo e com convertibilidade ao dólar, impondo restrições à atuação da autoridade monetária com o intuito de garantir o cumprimento à obrigação legal. No caso argentino, não se trata de um regime puro de *currency board*, pois a base monetária pode exceder em até 25% as reservas internacionais, mas com o objetivo do banco central atuar como prestador de última instância.

Em relação à abertura financeira, a Argentina não adota qualquer controle sobre os fluxos de capital externo, ao contrário de Brasil e Chile, sendo uma das economias com maior abertura financeira no mundo.

Em princípio, um regime de câmbio fixo impede a eficácia da política monetária, em função da endogeneidade da moeda, mas não exatamente impede o controle monetário no curto e médio prazo. Mas esse não é o caso argentino, pois o *currency board* elimina a possibilidade do banco central de conduzir política monetária.

O câmbio fixo está associado ao problema de inconsistência temporal, sendo que a adoção do *currency board* contribui para resolver essa deficiência ao intensificar o compromisso do governo com políticas austeras e ao elevar o custo de mudança de regime. Nesse sentido, o *currency board* eleva a credibilidade do governo. No caso argentino, um fator adicional de credibilidade é o ganho político da queda rápida da inflação, refletido na reeleição do ex-presidente Menen. Assim, nos primeiros anos do plano de estabilização, o custo da desvalorização tende a ser maior.

Adicionalmente o banco central é independente, o que aumenta a confiança no câmbio fixo. Nesse argentino, a autonomia da autoridade monetária não é fundamental como no caso chileno, uma vez que não há flexibilidade cambial e monetária, isto é, o banco central não tem poder discricionário, não sendo necessário adotar mecanismos para isolá-lo de pressões externas. Mas, em termos estratégicos, é um fator extra que contribui para a credibilidade da autoridade monetária, ao sinalizar que esta tem autonomia para garantir o respeito à regra cambial.

O fato de contar com credibilidade da autoridade monetária não elimina, entretanto, o problema de credibilidade na política econômica, uma vez que a deterioração dos fundamentos tende a comprometer a credibilidade do conjunto da política econômica, afetando dinamicamente o próprio compromisso com a regra ao reinsserir o problema da inconsistência temporal. A credibilidade desse regime cambial exige o bom desempenho dos fundamentos, caso contrário o país fica sujeito a ataques.

Não há qualquer espaço para o financiamento monetário do déficit público. A única possibilidade é o endividamento público, cujo crescimento depende da credibilidade da política econômica e da qualidade do regime fiscal.

O regime fiscal argentino não é suficientemente estabilizante, apesar do empenho do governo. A estabilização de preços foi acompanhada por um grande esforço fiscal,

reduzindo o déficit público das províncias e aumentando o superávit primário do governo federal. As medidas tributárias tomadas foram adequadas, no sentido de ampliar a base tributária, reduzir a evasão, simplificar sua estrutura e aumentar sua eficiência. Foram conduzidas a reforma administrativa, a realocação de gastos públicos, o repasse de despesas sociais para as províncias e a reforma nas relações financeiras entre governo federal e províncias. O país conseguiu avançar nas reformas estruturais e nas privatizações e tem conseguido manter o déficit público em patamar não elevado.

Entretanto, algumas reformas são recentes, como é o caso da reforma da previdência, que ainda impõe o ônus da transição ao governo, e, principalmente, há questões pendentes relativas ao funcionamento do setor público, especificamente nas relações do governo federal com as províncias e bancos oficiais. Além disso, a ausência de equilíbrio fiscal sistemático gera incertezas quanto à capacidade do governo de manter o regime cambial. Num regime de maior flexibilidade cambial essas considerações são menos relevantes, mas não é o caso argentino, devido à rigidez do *currency board*, que exige mais disciplina fiscal para afastar ataques que ameacem sua manutenção.

Configura-se, portanto, um regime de política econômica caracterizado pelo câmbio estritamente fixo e ampla abertura financeira, fatores estes que exigem disciplina monetária e fiscal estrita. A disciplina monetária é garantida pelo próprio arranjo do *currency board*, que elimina a possibilidade de condução da política monetária. Adicionalmente, o banco central é independente. Apesar dos importantes avanços conquistados, o regime fiscal ainda não é suficientemente estabilizante para fazer frente à obrigação imposta pelo *currency board*. Dessa forma, o regime de política econômica apresenta sinais de instabilidade e sua durabilidade depende de um ambiente externo favorável.

É um regime de política econômica muito engessado, que praticamente retira do governo a possibilidade de conduzir política econômica convencional. Não há política cambial e monetária, e não há espaço para política fiscal, além da manutenção do equilíbrio fiscal. A consequência é que a economia fica muito vulnerável às oscilações na economia mundial, sem contar com instrumentos para se defender. A instabilidade externa ameaça o regime e impõe perversos ajustes no único instrumento de política econômica, que é a política fiscal.

Isso exige um maior esforço para romper deficiências estruturais e promover ganhos de produtividade que fortaleçam a economia. De forma geral, pode-se afirmar que o país

esforçou-se para conquistar a estabilidade do seu regime, tanto em termos de ajustes fiscais, como de reformas estruturais. Entretanto, as medidas tomadas não foram suficientes, principalmente considerando as dificuldades impostas pela conjuntura internacional adversa.

Do ponto de vista fiscal, como já afirmado, o país associou ao plano de estabilização um amplo ajuste fiscal e conquistou a recuperação do equilíbrio do déficit público. Mas permanece o déficit das províncias, em média de -0,7% do PIB entre 1991-98, e, desde 1994, o déficit público foi persistente, em -1,0% do PIB na média, por conta do pagamento dos juros da dívida, uma vez que houve superávit primário médio de 0,9% do PIB no período 1994-98.

Uma outra faceta do desequilíbrio fiscal é que os gastos com investimento público em relação à arrecadação tributária caiu ao longo dos anos, sendo que a taxa foi de 5,7% em 1993 e de 2,2% em 1998. O investimento público é fundamental numa economia com problemas estruturais a serem sanados e com a política econômica engessada, dependendo de ganhos de produtividade para reduzir a defasagem cambial produzida pelo câmbio fixo.

Os resultados fiscais indicam que os esforços iniciais de estabilização não se mantiveram na mesma intensidade ao longo dos anos. Uma possível explicação é que as receitas de privatização, que não foram utilizadas estritamente para reduzir o estoque da dívida, tenham impellido o governo a adiar novas reformas. Outra possibilidade é o superávit comercial com o Brasil, a partir do Plano Real, ter contribuído para minar os esforços de recuperação plena do regime fiscal.

Apesar dessas dificuldades, o país conseguiu exibir bom desempenho, particularmente após a estabilização no Brasil. Exceto na crise mexicana e durante a crise bancária de 1995, quando o banco central legitimamente injetou liquidez na economia, a relação reservas internacionais e M1 se manteve próxima ou acima de 100%, indicando o respeito ao *currency board*. As taxas de juros mantiveram-se em patamar não elevado, um pouco acima das taxas de juros internacionais. A taxa libor oscilou entre 5% e 6% ao ano, enquanto que a taxa nominal da Argentina ficou em torno de 7% ao ano entre 1993-98. Descontando o período do Efeito Tequila, a taxa real de juros foi menos volátil, comparado ao Chile e, principalmente, ao Brasil. É um resultado esperado, em função do câmbio fixo, mas também é um indicador da estabilidade das expectativas futuras de desvalorização cambial e da credibilidade do regime.

Em relação aos episódios de crise mundial, o Efeito Tequila abalou de forma rigorosa a Argentina. A resposta para isso encontra-se na inconsistência e deterioração dos fundamentos no período que antecedeu a crise mexicana. A estabilização de preços causou o aquecimento excessivo da economia, o que é típico nos planos de âncora cambial. Mas o movimento foi potencializado diante do processo de abertura da economia ao fluxo de capitais num ambiente de regulação bancária deficiente.

Convém lembrar que o banco central não poderia elevar a taxa de juros para conter o aquecimento, uma vez que o país não dispõe de política monetária. Com liquidez e inflação ainda positiva, a taxa real de juros média, entre maio de 1991 e novembro de 1994, foi de $-0,04\%$ ao mês, acentuando o aquecimento da economia.

Houve rápido crescimento do crédito bancário, que saltou de $12,5\%$ do PIB em 1991 para 20% em 1994. A formação bruta de capital subiu de 14% do PIB em 1990 para $19,9\%$ em 1994. É um crescimento muito rápido que levanta dúvidas quanto à qualidade dos investimentos. O país acumulava rápida apreciação da taxa real de câmbio diante da inflação ainda positiva, apesar de decrescente. Na média entre abril de 1991 e novembro de 1994, a taxa de inflação foi de $1,1\%$ ao mês. A balança comercial saiu de um superávit de $6,1\%$ do PIB em 1990 para um déficit de $1,6\%$ em 1994. Como agravante, houve crescimento rápido e acentuado das importações de bens de consumo, que representavam apenas $8,1\%$ do total em 1990 e atingiram $25,7\%$ na média entre 1992-94. O influxo de capitais financiou o desequilíbrio na balança de transações correntes, que saiu de um superávit de $3,2\%$ do PIB em 1990 para um déficit de $4,3\%$ em 1994. O ingresso líquido de capitais atingiu $5,2\%$ do PIB entre 1992-94, contra $-4,2\%$ em 1990.

É evidente a expressiva deterioração dos fundamentos e sua inconsistência com um regime cambial tão rígido. Ainda que o aquecimento da economia não tenha sido causado deliberadamente pelo governo, deve-se criticar a abertura financeira da economia³ sem avanços na supervisão regulação prudencial do sistema bancário e, num segundo distante lugar, o descontrole dos gastos públicos em 1994, devido às eleições presidenciais, havendo déficit de $-0,4\%$ do PIB em 1994, após dois anos de superávit. As reformas conduzidas não seriam suficientes para reverter as expectativas dos agentes frente a tamanha inconsistência nos fundamentos.

³ A abertura financeira é fundamental num regime de *currency board*, uma vez que o banco central não dispõe de liberdade, ou dispõe de pouca como no caso argentino, para injetar liquidez no sistema financeiro quando necessário. Nesse sentido, é dúbio afirmar que a abertura financeira na Argentina foi precoce. O problema não foi a abertura financeira em si, mas o atraso na regulação do sistema financeiro.

Dessa forma, os modelos de primeira geração são fundamentais para explicar o Efeito Tequila na Argentina. O ataque não foi fruto apenas do contágio financeiro. Mas também não se pode desconsiderar sua importância, uma vez que o ataque na Argentina foi desencadeado na crise mexicana, e não antes. O ataque à Argentina confirma a hipótese do contágio ser seletivo. Como agravante, os agentes atribuíam uma considerável associação entre as economias argentina e mexicana, como confirmado pela elevada correlação entre o retorno dos *brady bonds* dos países, ao contrário do caso brasileiro e chileno, configurando-se um canal exclusivo de contágio.

As consequências do Efeito Tequila foram graves, pois desencadeou-se uma profunda crise bancária diante da fragilidade do setor bancário causada pelo excessivo endividamento externo. A corrida bancária do início de 1995 acabou alimentando uma nova onda de ataque especulativo. O país amargou um enorme custo recessivo, com queda de 2,9% no PIB num país que vinha num ritmo de crescimento acelerado.

A crise mexicana foi o primeiro teste ao *currency board* e a reação do governo foi a de defender o regime, arcando com a perda de reservas e aceitando a elevação dos juros. A perda de reservas não foi acompanhada pela redução equivalente do estoque de moeda, devido à intervenção esterilizada do banco central com o intuito de prover a necessária liquidez para não permitir uma maior propagação da crise bancária. A taxa nominal de juros, que era de 7,5% ao ano em novembro de 1994, saltou para 13,9% em dezembro e chegou a 20,1% em março de 1995, no auge da corrida bancária. Mas em junho já havia alcançado o patamar pré-crise. Do lado fiscal, foram feitos efetivamente cortes de despesas e aumento de impostos, que mostraram-se, entretanto, insuficientes para impedir o déficit público, dado o socorro aos bancos privados e a queda da arrecadação causada pela recessão. Paralelamente, elevou-se o gasto com juros da dívida, piorou a situação dos bancos provinciais e o processo de privatização desacelerou. Em termos nominais do déficit aumentou, atingindo -0,9% do PIB em 1995 e 2,0% em 1996 e houve déficit primário em 1996 de -0,4% do PIB.

A defesa sinalizou aos agentes a disposição do governo em manter o regime, e o capital externo retornou ao país. Depois de um influxo líquido de 1,7% do PIB em 1995, este atingiu a média de 5,2% do PIB entre 1996-98, permitindo a retomada do crescimento. Mas a disposição em defender o regime não foi o único fator que contribuiu para o fortalecimento da economia. Sem dúvida, o principal elemento foi o intercâmbio comercial vantajoso com o Brasil. O país passou a exibir melhor desempenho externo,

evitando novas deteriorações dos fundamentos, o que o poupou do impacto das crises asiática e russa. Também é importante lembrar que, nas crises asiática e russa, o ciclo inicial de estabilização e de abertura financeira já havia sido superado na Argentina.

A balança comercial voltou a ser superavitária entre 1995-96. E, com a convergência da taxa de inflação, interrompeu-se a apreciação da taxa real de câmbio, que manteve-se relativamente constante ao longo de 1996-98. Comparando o peso ao real, houve depreciação real do peso em torno de 43% em 1994. Portanto, o regime se manteve ao longo dos anos, não exatamente devido à sua consistência interna, mas sim ao comércio com o Brasil.

Como a criação de moeda depende do saldo das contas externas, o desempenho do país fica condicionado à performance de seus parceiros comerciais. Sendo o destino das exportações muito concentrado e, ainda, envolvendo países com economia não suficientemente estabilizada, como o Brasil, o problema é potencializado. Enquanto o Brasil manteve o real apreciado, foi possível afastar a restrição externa ao crescimento, ocorrendo simultaneamente crescimento e déficit crescente na balança de transações correntes, como pode ser observado no Gráfico 7-A. A justificativa foi o influxo de capitais que permaneceu financiando o desequilíbrio externo, havendo uma relação mais direta entre crescimento econômico e influxo de capitais, conforme o Gráfico 8-A.

A questão que surge é que, se os agentes percebem a dependência da Argentina no desempenho do Brasil, por que continuam financiando o déficit argentino. A resposta para isso está na divergência de opiniões quanto à sustentabilidade do regime argentino, principalmente considerando os fatores que tornam a relação custo-benefício de desvalorizar a moeda elevada, no caso, o sucesso no combate à inflação após o trauma hiperinflacionário rendendo ganhos políticos ao governo e o custo da desvalorização numa economia amplamente dolarizada. Isso significa que a tolerância da sociedade aos custos impostos pela lei de convertibilidade é elevada.

A desvalorização cambial no Brasil impôs um rigoroso ajuste ao país no ano de 1999. A economia amargou a queda de 3,8% do PIB, após três anos de crescimento consecutivo a uma taxa média de 5,8% ao ano. Em contrapartida, houve aumento do desemprego, o déficit público atingiu a cifra de -2,6% do PIB com a queda de arrecadação tributária e ocorreu uma severa deflação de 1,8% no ano.

Torna-se necessário, portanto, avançar mais rapidamente em políticas que aumentem a produtividade dos fatores e, conseqüentemente, reduzam o atraso cambial. Como o ganho de produtividade tem que ser do setor de *tradable* em relação ao *non-tradable* e, ainda, acima do ganho dos parceiros comerciais, fica evidente a limitação de ganhos de produtividade para recompor o câmbio do país. Isso não ocorrendo, o país fica extremamente dependente da conjuntura internacional, sob o risco de ter que se impor um custo recessivo que proporcione suficiente deflação para recompor o câmbio real.

A conclusão é que o *currency board* é uma opção de regime quando se pode ou se deseja abrir mão da política econômica, neste último caso com o intuito de utilizá-lo como um instrumento transitório de estabilização de preços. Não é recomendável manter esse regime por muitos anos, em função das restrições impostas ao crescimento econômico e da vulnerabilidade a ataques.

4. Brasil

A dinâmica inflacionária incontrolável associada a uma ampla indexação da economia levou o Brasil a buscar uma alternativa eficaz de eliminar a memória inflacionária, após várias tentativas frustradas. O mecanismo adotado foi, numa primeira etapa, a aproximação a um sistema de indexação perfeita e, posteriormente, a mudança da unidade monetária. A inflação caiu instantaneamente.

Inicialmente, não foi implantando qualquer mecanismo para restaurar a âncora nominal da economia. Mas a apreciação cambial que se seguiu e o aprofundamento da abertura comercial inseriram o caráter de âncora cambial ao plano de estabilização, produzindo o aquecimento típico da primeira etapa destes planos. Apenas oito meses após a mudança da moeda, o país passou a utilizar formalmente o sistema de bandas cambiais. As bandas não eram fixas, mas sim eram alteradas de forma a embutir uma trajetória predeterminada de desvalorização cambial e tinham amplitude de flutuação bastante estreita, o que conferiu ao regime as características de um *crawling peg*. Ao contrário do regime cambial chileno, não havia incertezas quanto à mudança da banda e o seu intervalo de oscilação.

Quanto à abertura da economia, assim como o Chile, o Brasil utilizou-se de controles de capitais. Comparando, de forma geral, as experiências chilena e brasileira, destaca-se a maior complexidade e a menor eficácia do sistema brasileiro, que praticamente conseguiu apenas alterar a composição do influxo de capitais, mas não seu volume. É

possível que haja uma relação entre a eficácia e a complexidade do sistema. Sistemas muito complexos facilitam a busca de brechas pelos agentes, incentivando a evasão e reduzindo a eficácia dos controles já no curto prazo. Aparentemente, a maior sofisticação do sistema financeiro brasileiro reduz a eficácia dos controles de capitais. Outra consideração importante é que juros altos reduzem o poder dos controles, pois elevam o benefício de burlar o sistema. Há portanto um componente endógeno da abertura financeira que depende dos diferenciais de retorno e risco dos países. Assim, pode-se concluir por esses dois aspectos que, na prática, a abertura financeira era maior no Brasil do que no Chile.

O gradualismo cambial, em princípio, produz taxas de juros mais elevadas para compensar a desvalorização cambial. Mas seria simplista afirmar que essa opção de regime cambial constituiu uma estratégia equivocada para um país com finanças públicas frágeis e debilidade externa. Apesar da implicação sobre o nível dos juros, trata-se de um regime que demanda menor disciplina fiscal para sua manutenção, o que condiz com os constrangimentos causados pelo regime fiscal brasileiro. Além disso, a resposta para a taxa de juros mais alta no Brasil não estava na necessidade de compensar a desvalorização da moeda, mas sim no risco cambial e soberano. O Chile também contava com flexibilidade cambial e utilização de controles de capitais e os juros reais mantiveram-se mais baixos do que no Brasil. Entre 1995-98, o cupom cambial *ex post* médio no Brasil foi de 1,56% ao mês, contra 0,73% no Chile.

O gradualismo cambial demanda menor disciplina fiscal, mas não a dispensa, afinal trata-se de um variante do câmbio fixo. Além disso, diante da defasagem cambial, é necessário não apenas o avanço nas reformas estruturais, mas também um regime fiscal estabilizante. São dois os canais considerados, a melhor alocação de recursos reduzindo o risco-país e, mais diretamente, a necessidade de apresentar melhores fundamentos para afastar a ameaça de crise cambial.

No campo das reformas fiscais, o Brasil praticamente só conseguiu promover as privatizações, cujos recursos não foram suficientes para conter o aumento explosivo da dívida pública. O país também não conseguiu manter o equilíbrio das contas públicas. Houve descontrole fiscal e, com as taxas de juros elevadas, o regime fiscal ficou mais instabilizante, registrando déficit operacional médio do governo central de -2,6% do PIB entre 1995-98. Adicionalmente, a alocação dos recursos públicos é insatisfatória, havendo elevada participação dos gastos com pessoal em relação à arrecadação

tributária, com taxa média de 70% entre 1995-98, e não há um controle adequado sobre os gastos das demais esferas de governo. Entre 1995-98, o déficit operacional médio de estados e municípios foi de -2,1% do PIB.

Quanto ao regime monetário, não foram criados arranjos para orientar a política monetária ou restringir o poder discricionário do banco central, além do regime cambial. Apesar do regime cambial não ser tão flexível como o do Chile e, nesse sentido, não necessitar de regras explícitas de condução da política monetária, estrategicamente seria importante criar mecanismos que conferissem credibilidade à política monetária e, assim, ao próprio regime cambial, permitindo, inclusive, sua flexibilização no decorrer do tempo.

Apesar da endogeneidade da moeda produzida pelo regime de bandas, foi possível o banco central conduzir política monetária, administrando a taxa de juros num ambiente de mobilidade imperfeita de capitais. Nesse caso, manteve-se a taxa de juros persistentemente acima do patamar internacional com o intuito de incentivar o ingresso de capitais, como pode ser observado no Gráfico 9-B, sendo utilizadas políticas de esterilização para evitar a liquidez excessiva da economia e a convergência da taxa de juros para o patamar da paridade descoberta. Entretanto, no longo prazo mantém-se o resultado de endogeneidade da moeda, uma vez que há limites para as políticas de esterilização.

As políticas de esterilização não podem ser permanentemente utilizadas em um único sentido, isto é, não é possível manter apenas política monetária expansionista para compensar perdas de reservas ou apenas política contracionista para evitar a liquidez excessiva do acúmulo de reservas. No primeiro caso, o estoque de moeda cresce permanentemente, pois a própria perda de reservas é acentuada com a presença de inflação na economia, e, no segundo caso, a elevação do estoque de títulos pode se tornar explosiva. Em ambos os casos, antecipa-se a data do colapso do regime cambial. Isso implica que as políticas de esterilização devem ser utilizadas com o objetivo de amenizar o impacto das flutuações do nível de reservas, e não como instrumento para anular as restrições impostas pelo regime cambial.

Esse não foi o caso brasileiro. Apesar das elevadas taxas de juros que alimentaram o crescimento da dívida pública, observou-se queda da relação reservas sobre M1 ao longo dos anos. Tomando o mês de janeiro de 1995 como base de comparação, em dezembro de 1998 acumulou-se uma redução de 28,3% das reservas em relação ao M1.

Não se trata exatamente de uma política monetária expansionista, em função das taxas de juros elevadas, mas denota-se a ausência de um controle monetário mais estrito.

É importante lembrar que com a fixação da taxa de juros, a moeda torna-se passiva e, nesse caso, o aumento do M1 estaria associado a uma maior demanda de moeda e taxas de juros mais baixas, o que reflete o ano de 1997 até a crise asiática, período em que houve queda acentuada da relação reservas sobre M1. Outros períodos de redução mais expressiva do indicador foram os que se seguiram aos episódios de crise externa, mas nesse caso devido à assistência de liquidez do banco central. Assim, por impossibilidade ou simplesmente incapacidade, o banco central não conseguiu manter uma disciplina monetária estrita, não se configurando dinamicamente a âncora cambial na economia, no sentido do câmbio fixo promover o controle monetário.

Configura-se, portanto, um regime de política econômica caracterizado por gradualismo cambial e abertura financeira, regime fiscal nitidamente instabilizante e ausência de arranjos monetários que orientem a condução da política monetária, resultando em maior poder discricionário da autoridade monetária. O regime cambial não tinha flexibilidade suficiente para ajustes na taxa de câmbio, uma vez que a desvalorização foi prefixada, e a mobilidade de capitais era menor do que na Argentina e possivelmente maior do que no Chile. Assim, o regime cambial não impunha à política econômica tantas restrições como no caso argentino, mas também exigia mais disciplina do que no caso chileno, inclusive diante do papel do regime cambial no combate à inflação. Mas, com o não atendimento das condições impostas pelo regime cambial, no que se refere à disciplina monetária e fiscal, obtém-se um regime de política econômica instável e, portanto, com colapso inevitável. Considerando sua maior inconsistência em relação aos regimes da Argentina e do Chile, era necessário um melhor desempenho dos fundamentos para gerar expectativas favoráveis quanto à sua durabilidade e, portanto, sua menor vulnerabilidade a ataques especulativos.

De uma forma geral, a política econômica durante o Plano Real foi caracterizada por indisciplina fiscal e controle monetário leniente. O déficit público primário, que foi de 1,9% do PIB na média entre 1990-94, passou para apenas 0,3% na média entre 1995-98, sendo que, em 1997, chegou a ser negativo em -0,3% do PIB; no conceito operacional, a cifra passou de 0,7% para -2,6% do PIB, respectivamente, sendo que em 1998, esta atingiu -5,2% do PIB. O descontrole do déficit tem, portanto, um componente claro de indisciplina, mas também um componente financeiro resultante do pagamento de juros

da dívida, que representou na média 5,0% do PIB entre 1995-98, em função das políticas de esterilização e das elevadas taxas de juros. Diante dessa ordem de ônus às contas públicas, seria impraticável um ajuste fiscal que compensasse totalmente os gastos com juros, principalmente num curto espaço de tempo. Mas isso não é justificativa para a política fiscal expansionista, nem para a lentidão no encaminhamento e na aprovação de reformas fiscais.

Para a estabilidade econômica é necessário garantir um círculo virtuoso de cortes orçamentários que induzam à queda dos juros e à redução do déficit, e assim por diante. Para tanto, os cortes devem ser permanentes, e não apenas medidas emergenciais e de baixa eficácia como na defesa do país aos choques externos. Mesmo que esse seja o caso, na prática, há limites para o ajuste do setor público, principalmente num horizonte de curto e médio prazo. Daí a importância do ajuste cambial no Brasil. A austeridade fiscal não seria suficiente para garantir a sustentabilidade do regime cambial, principalmente diante do não avanço nas reformas estruturais. O sucesso da estabilização, bem como o volumoso influxo de capitais, reduziram a urgência das reformas estruturais necessárias para aumentar a poupança doméstica, mas politicamente custosas.

Como já afirmado, o controle monetário foi fraco. Um importante condicionante da expansão monetária foi a assistência de liquidez do banco central, o que constitui uma indicação do custo do socorro aos bancos. A taxa real de juros manteve-se bastante elevada, com valor médio de 1,7% ao mês entre julho de 1994 e dezembro de 1998. Considerando a tendência geral da série, houve queda até o final de 1996 e início de 1997, para subir novamente a partir da crise asiática, não recuperando mais o piso da série. Pelo contrário, a taxa real de juros ultrapassou o patamar do início do Plano Real após a crise russa. Tanto as taxas nominais, quanto as reais, foram bem mais voláteis no Brasil do que na Argentina e no Chile. A resposta para isso não está no regime cambial, pois a volatilidade da taxa de variação cambial foi menor no Brasil do que no Chile, mas na própria instabilidade econômica ou nos riscos cambial e soberano.

Quanto ao comportamento da taxa real de câmbio, houve acentuada apreciação no início do Plano Real, o que foi essencial para a rápida queda da inflação após a desindexação da economia. A taxa real de câmbio apreciou-se 17% em apenas quatro meses, em função do volumoso influxo de capitais e da inflação positiva. O movimento de apreciação persistiu, ainda que mais lentamente, até meados de 1996, quando o política

de desvalorização prefixada começou a surtir efeito no sentido de reduzir a defasagem cambial, ocorrendo um movimento persistente de desvalorização até o final do período analisado, mas sem conseguir eliminar o atraso cambial.

O comportamento da inflação ao longo do Plano Real foi marcado por taxas inferiores ao ritmo de desvalorização da taxa de câmbio, ao contrário do Chile, em que a inflação foi discretamente superior. A explicação para isso vem das elevadas taxas de juros que, apesar de utilizadas basicamente para influenciar o fluxo de capitais, tiveram perverso impacto na atividade econômica.

O Brasil foi o primeiro país a abrir mão do regime cambial. A resposta para isso está no seu regime de política econômica instável, cuja sobrevivência dependia de uma conjuntura internacional favorável. Pela análise da evolução de seus fundamentos, o país poderia ter sofrido ataques mais virulentos e a crise cambial poderia ter acontecido antes. O ganho de credibilidade do governo advindo da rápida estabilização de preços, o volumoso influxo de capitais financiando o desequilíbrio do balanço de transações correntes e os termos de troca favoráveis até 1997 amenizando o efeito do câmbio apreciado sobre as exportações ajudam a explicar a duração de um regime de política econômica insustentável.

Na crise mexicana, a estabilização de preços no Brasil era muito recente e a deterioração dos fundamentos não era dramática como no caso argentino. Portanto, não seria razoável esperar uma desvalorização cambial diante de um ataque especulativo. Dessa forma, o país foi menos afetado pelo Efeito Tequila, apesar da já presente inconsistência dos fundamentos, fruto principalmente do aquecimento da economia logo na implantação do Plano Real.

O aumento da atividade econômica não foi tão acentuado como no caso argentino após o Plano Cavallo. Alguns fatores contribuem para isso, como a abertura financeira ter sido anterior à estabilização de preços, a existência de controles de capitais, a taxa de juros elevada e a própria interrupção do aquecimento pela crise mexicana.

Mas erros de política econômica concorreram para explicar a inconsistência nos fundamentos. O governo permitiu uma apreciação cambial muito acentuada, quando o ideal seria promover alguma desvalorização para compensar a queda de tarifas no aprofundamento da abertura comercial, o que comprometeu ainda mais as contas externas. Além disso, a política fiscal, que deveria ser contracionista para amenizar o

efeito do aumento de demanda, foi expansionista, resultando em um déficit público operacional de -1,7% do PIB em 1995, apesar do ganho de arrecadação tributária. Portanto, a inconsistência dos fundamentos também foi causada por política deliberada do governo.

Dessa forma, desconsiderando questões relativas à eficácia da política monetária, a elevação expressiva da taxa real de juros não foi suficiente para conter o aquecimento econômico, uma vez que todos aqueles são fatores que, em princípio, reduzem o impacto da política de juros altos sobre a demanda agregada.

A balança comercial tornou-se deficitária, atingindo um déficit de -0,45% do PIB em 1995, contra um superávit médio de 3,0% entre 1990-93, com o agravante do rápido crescimento das importações de bens de consumo, que atingiram 26,5% da pauta, contra 17,6% em 1993. Conseqüentemente, a balança de transações correntes tornou-se deficitária, sendo financiada pelo influxo de capitais, que atingiu 4,2% do PIB em 1995.

Mas se o país sofreu menor pressão cambial em dezembro de 1994, o mesmo não pode ser dito em relação a março de 1995. Houve uma mudança tumultuada na política cambial, com a formalização da utilização das bandas, gerando nervosismo no mercado e perda de reservas. Paralelamente, o país passava por uma incipiente crise bancária, exigindo a intervenção no banco central concedendo liquidez. A instabilidade do mercado cambial, portanto, não foi exatamente causada pelo Efeito Tequila.

A reação do governo à turbulência de dezembro de 1994 e março de 1995 foi a elevação dos juros, que já se encontravam bastante elevados, atingindo a taxa nominal de 4,26% ao mês em março e abril de 1995. Houve também um pequeno ajuste cambial de 5%, longe de ser suficiente para eliminar a defasagem cambial. Não houve qualquer ajuste fiscal. Com exceção do programa de privatizações, não foram feitos esforços concretos para recuperação do regime fiscal.

A reação insatisfatória de política econômica causou a deterioração dos fundamentos, mas o país contou com uma conjuntura internacional favorável, inclusive com elevação significativa dos termos de troca entre 1994-96, afastando possíveis ataques especulativos, até meados de 1997, quando eclodiu a crise asiática.

O período que antecedeu a crise asiática caracterizou uma segunda etapa dos planos de estabilização com âncora cambial, quando o desequilíbrio externo passa a constranger o crescimento econômico, como pode ser observado no Gráfico 7-B. O país passou a

enfrentar as conseqüências das taxas de juros altas, apesar de decrescentes, sobre as contas públicas e sobre a atividade econômica. O ritmo de crescimento do PIB reduziu-se, ocorrendo aumento de 2,8% em 1996, contra 5,8% em 1994 em relação ao ano anterior, o desemprego voltou a subir após três anos de queda e a dívida pública interna aumentou 41,3% entre 1994-96. Paralelamente, houve aumento do déficit comercial, que atingiu -0,7% do PIB, e crescimento sistemático do déficit em transações correntes, sem uma sinalização que poderia ser revertido no médio ou longo prazo na ausência de uma maior desvalorização cambial. E não houve o controle dos gastos públicos, ocorrendo acentuada redução do superávit primário. Em 1997, o país chegou a registrar déficit de -0,3% do PIB nessa conta.

Considerando as opções de política econômica e a ausência de ajustes na economia, pode-se afirmar a relevância dos modelos de primeira geração para explicar o contágio da crise asiática no Brasil. O país não foi afetado como o Chile, pois não havia o canal de contágio comercial, mas apresentava maior deterioração dos fundamentos, fruto de inconsistência da política econômica.

Mas não se pode desconsiderar o deslocamento das expectativas de desvalorização dos agentes diante da crise asiática, causado pelo contágio financeiro. Dessa forma, é possível estabelecer o resultado clássico do contágio ser seletivo. Nesse sentido, a crise nos mercados mundiais apenas expôs mais claramente a fragilidade da política econômica.

O banco central defendeu-se do ataque não alterando o ritmo de desvalorizações cambiais. A resposta da política econômica à crise asiática foi a elevação da taxa de juros, que atingiu 3,0% ao mês em termos nominais e 2,5% em termos reais em novembro de 1997, e o anúncio de um pacote fiscal que, em última instância, deveria compensar o ônus da elevação dos juros nas contas públicas.

A defesa foi inicialmente bem aceita pelo mercado. A crise asiática foi o primeiro teste ao regime cambial do Brasil e, nesse sentido, havia espaço para a elevação dos juros, e o anúncio de ajuste fiscal foi o primeiro do Plano Real, contando assim com credibilidade. Havia também maior tolerância aos juros altos, ao contrário do sudeste asiático, onde havia firmas alavancadas e bancos mais frágeis, conforme discutido por Furman e Stiglitz (1998). Além disso, naquele momento de turbulência, não seria recomendável ajustar o câmbio, em função do risco de se sofrer outro ataque especulativo.

Foram necessários cinco meses para que a taxa de juros nominal voltasse ao patamar pré crise. Mas, em termos reais, a taxa manteve-se elevada, ficando em 2,0% ao mês na média entre novembro e julho de 1998, não retornando mais ao patamar de meados de 1996, quando a conjuntura internacional era favorável. Os agentes passaram a duvidar da eficácia dessa estratégia em função do seu ônus, ficando evidente a limitação da política de juros altos. Além disso, com o decorrer do tempo, ficou claro que o ajuste fiscal não se efetivaria plenamente, abalando a credibilidade do governo.

O resultado foi o crescimento da dívida pública, uma nova elevação do déficit público, o aumento do desemprego e a redução da atividade econômica. Como agravante, devido à queda dos preços das *commodities* no mercado mundial, causando queda dos termos de troca de 5,2% e 1,4% em 1997 e 1998, respectivamente, em relação ao ano anterior, o aumento do volume de exportações não se refletiu em aumento do seu valor e, assim, não se obteve melhora no déficit comercial. Com os fundamentos se deteriorando, a crise russa abalou de forma significativa o país.

Na crise russa, a eficácia da política de juros altos para defender o regime cambial de ataques se reduziu. Com o aumento do risco cambial diante da maior deterioração dos fundamentos e da própria incerteza na economia mundial, a taxa de juros tinha que ser proporcionalmente mais elevada para garantir o influxo de capitais. Em outras palavras, havia uma menor sensibilidade do influxo de capitais à elevação dos juros, o que significa que esta última teria que ser cada vez maior. Porém, em função do impacto dessa política na dívida pública, no desemprego e na atividade econômica, elevou-se a vulnerabilidade do país a ataques. Portanto, na tentativa de garantir a mesma eficácia da taxa de juros para atrair capitais, possivelmente seu limite ótimo para adiar uma crise cambial foi excedido.

A elevação da taxa de juros era inevitável diante das crises externas, em função do aumento dos riscos cambial e soberano. Porém, a pressão sobre os juros não seria tão acentuada se o regime de política econômica fosse estável. A perda de credibilidade do país reflete um desajuste nas opções de política econômica. Além disso, as taxas de juros custavam a cair, em alguns casos causando novamente o acúmulo de reservas, apesar do elevado ônus dessa estratégia.

Mais uma vez, após a crise russa, acelerou-se a deterioração dos fundamentos. Em 1998, o déficit público atingiu a cifra de 5,2% do PIB no conceito operacional, a dívida pública em relação ao PIB cresceu 19,2% em relação ao ano anterior, o desemprego

atingiu níveis recordes e, praticamente, não houve crescimento econômico, tendo o PIB apresentado variação de apenas 0,2% em relação a 1997.

Avaliando os períodos que antecederam os ataques especulativos isoladamente, não se verifica uma piora tão significativa nos fundamentos, mas isso não seria necessário. No período como um todo, havia uma inconsistência que a cada ano ficava mais evidente, favorecendo a coordenação dos agentes para o ataque. Na crise asiática, provavelmente os fundamentos já haviam atingido níveis críticos o suficiente para levar o país à crise cambial. A resposta da política econômica alimentava um novo ataque, que se materializou na crise russa.

O governo foi forçado a abrir mão do regime cambial em janeiro de 1999, sendo esse um resultado da nítida tendência de deterioração geral dos fundamentos e não exatamente de uma deterioração concentrada nos últimos meses do Plano Real. Por conta das eleições presidenciais em outubro de 1998, o governo procurou evitar alterações no câmbio, o que é um resultado previsto pelos modelos de segunda geração, em função do custo político de uma desvalorização, particularmente em uma economia que baseou a estabilidade de preços num plano de âncora cambial.

5. Lições para o Brasil

O Plano Real foi um plano muito bem sucedido de estabilização em comparação a outras experiências como da Argentina, Israel e México. Após a desindexação da economia, a queda da inflação foi mais rápida. Mas o principal motivo foi o governo ter permitido a acentuada apreciação do câmbio nominal causada pelo volumoso ingresso de capitais.

Essa é uma das principais críticas ao Plano Real. A apreciação nominal não era necessária para a estabilização de preços, bastando a abertura comercial e o câmbio estável, como demonstra a experiência argentina, em que não houve a queda do câmbio nominal na implantação do Plano Cavallo. Pelo contrário, a paridade do peso foi ajustada em 94% entre janeiro e maio de 1991, contra uma inflação de 65% acumulada no mesmo período.

A ênfase no combate à inflação no primeiro estágio do Plano Real era fundamental diante a baixa reputação da autoridade monetária, mas isso não poderia ter ocorrido às custas da apreciação nominal do câmbio.

O governo brasileiro ficou limitado aos ganhos da estabilização e pouco avançou em reformas, relegando a um distante segundo plano os demais objetivos de política econômica relacionados ao equilíbrio externo e interno, o que gerou a deterioração da situação econômica do país. Contribuiu para isso o retorno do capital externo aos países emergentes financiando o déficit em transações correntes e viabilizando o processo de privatizações. A Argentina, ao contrário, demonstrou maior esforço para manter o regime cambial, gerando um efeito positivo sobre a estabilidade do próprio regime cambial.

O Brasil adotou um regime cambial mais brando que o de *currency board*, que é um regime extremo, mas não contava com a mesma flexibilidade cambial do regime chileno. A esse respeito, cabem algumas considerações. Há um conflito entre a flexibilidade do regime cambial e a capacidade de manter a estabilidade de preços. Uma maior flexibilidade cambial poderia sinalizar aos agentes que o compromisso com a inflação baixa era tênue, elevando o viés inflacionário. A razão para isso é que os agentes poderiam manter as expectativas inflacionárias num patamar elevado, de forma a desincentivar a autoridade a enganá-los e, assim, no equilíbrio a inflação seria mais elevada, sendo que quanto pior a reputação da autoridade, maior o viés inflacionário. Dessa forma, a ausência de independência do banco central ou de arranjos monetários que limitassem o poder discricionário da autoridade monetária e um histórico de planos de estabilização mal-sucedidos condenavam a flexibilidade do câmbio como alternativa de regime. Nesse sentido, a flexibilidade cambial pode ser vista como um privilégio conquistado por países que se mostraram capazes de manter a disciplina monetária e fiscal e a prioridade no combate à inflação, como é o caso do Chile. Portanto, não seria recomendável o Brasil utilizar um regime de flexibilidade cambial no início do Plano Real.

Cabe lembrar que, logo nos primeiros meses do Plano Real, vigorou um regime de câmbio flutuante, o que era uma estratégia adequada diante do profundo processo de remonetização da economia. Mas logo ficou claro que não seria possível mantê-lo por muito tempo, não apenas pela apreciação do câmbio, mas pela turbulência externa.

Por outro lado, a opção do regime cambial argentino seria muito drástica para o Brasil devido à instabilidade do regime fiscal e da ausência de esforços concretos para sua estabilização, como uma ampla reforma administrativa, tributária, da previdência e da relação com as demais esferas de governo. Em outras palavras, a opção argentina

poderia gerar um problema de inconsistência temporal. Uma manifestação disso seria a dificuldade de emitir ou rolar a dívida pública gerando pressões ou incentivos para monetização. Assim, não parece equivocada a escolha das bandas com desvalorização predeterminada como uma opção *second-best* diante das distorções do regime fiscal não sanáveis a curto prazo, além da baixa reputação da autoridade monetária e de seu frágil arranjo institucional. O equívoco consistiu em sua manutenção prolongada, mesmo diante da conquista da estabilidade de preços e dos custos incorridos para manter o regime.

Outro erro da política econômica foi não introduzir mecanismos que disciplinassem a criação de moeda, o que favoreceu a falta de controle monetário no Brasil. Assim, dinamicamente, a âncora cambial não foi garantida na economia. No caso da Argentina, o próprio *currency board* impedia a ação do banco central, e, no Chile, foram utilizados arranjos monetários para garantir a estabilidade de preços, o que é fundamental num contexto de maior flexibilidade cambial. Adicionalmente, no Brasil, seria importante associar à predeterminação da trajetória do câmbio uma âncora monetária para suavizar a elevação do consumo no início da estabilização, principalmente num contexto de construção da reputação da autoridade monetária.

A ampliação da liquidez durante a crise que abalou o sistema bancário no início de 1995 pode ser justificável, pelo argumento de controlar o risco sistêmico e afastar uma crise bancária. Mas o ponto central é que, ao longo dos anos, não houve controle monetário efetivo, ficando a convergência da inflação dependente das elevadas taxas de juros, e não de uma âncora nominal de fato. Uma possibilidade seria compensar a expansão monetária por contração fiscal. Mas esse não foi o caso. Pelo contrário, a política fiscal foi no geral expansionista.

Além de não recuperar o regime fiscal ou sequer sinalizar efetivamente essa possibilidade, o governo conduziu política fiscal expansionista, quando esta deveria ser contracionista, em função de diversos fatores, como a própria instabilidade do regime fiscal, a política de estabilização de preços, a restrição do regime cambial e a conjuntura externa desfavorável. Ainda que o potencial impacto inflacionário do problema fiscal não tenha se revelado devido ao próprio regime cambial, além da possibilidade de endividamento interno e externo e da taxa de juros elevada, o país ficou mais vulnerável a ataques especulativos.

Cabe ressaltar, entretanto, que a política fiscal é um instrumento que enfrenta restrições

de diversas ordens. Apesar da importância de seu impacto na economia e nas expectativas dos agentes, não é um instrumento flexível o suficiente para corrigir desequilíbrios macroeconômicos, mesmo em economias mais desenvolvidas. Colocar a responsabilidade da sobrevivência de um regime cambial exclusivamente na política fiscal é exigir mais do instrumento do que ele pode suportar, ainda mais considerando o elevado diferencial entre a taxa de juros e a taxa de crescimento. Considerando um regime fiscal instabilizante, essa possibilidade torna-se ainda mais remota. Porém, mais uma vez, isso não justifica a condução de política fiscal expansionista.

Se o país tivesse avançado nas reformas, talvez houvesse maior tolerância com a elevação de gastos, uma vez que determinadas reformas demandam um aporte inicial de recursos. Com o tempo, os agentes vislumbrariam um horizonte de maior disciplina fiscal futura, gerando expectativas estáveis e conferindo estabilidade ao regime fiscal no presente, independente dos gastos ainda estarem elevados. Entretanto, esse não foi o caso no Brasil.

A experiência brasileira confirma a importância dos modelos de primeira geração para explicar o impacto das três crises externas no Brasil, mas não descartando a relevância dos modelos de equilíbrio múltiplo, pois choques externos adversos favoreceram a coordenação para o ataque. O impacto das crises asiática e russa certamente não foi apenas causado pelo encolhimento do fluxo de capitais para países emergentes, ainda que isso de fato tenha ocorrido. O fato da Argentina não ter sido afetada nesses episódios mostrou que o contágio foi realmente seletivo.

Com a instabilidade do regime fiscal, a relutância em avançar nas necessárias reformas fiscais e a insistência em manter a mesma regra cambial, restava à política econômica a administração das taxas de juros, por escassez de instrumentos de política econômica, ao contrário do caso chileno, em que a maior flexibilidade cambial e o regime fiscal estabilizante reduziam o uso desse instrumento. A oscilação da taxa de juros no Brasil foi principalmente condicionada pelo objetivo de controlar o nível de reservas, o que, diante das expectativas de desvalorização, produziu excessiva volatilidade da taxa de juros.

A própria defesa do regime a ataques concentrou-se na elevação da taxa de juros. O problema é que seu aumento muito acentuado, sem a contrapartida de ajustes na economia que permitam compensar o custo dessa estratégia, mostra-se ineficaz como instrumento de defesa do regime cambial, antecipando a crise cambial. O motivo é que os juros altos causam a deterioração de outros fundamentos, como as contas públicas, o

lado real da economia e as carteiras dos bancos. Talvez esse instrumento pudesse ser eficaz, caso a política fiscal fosse contracionista ou câmbio menos apreciado. Assim, temporariamente seria possível abortar eventuais movimentos de ataque, até se obter avanço nas reformas fiscais e estruturais, de forma a flexibilizar paulatinamente o regime cambial, sem traumas, assim como ocorreu na experiência chilena.

Mas é importante considerar que as reformas não necessariamente seriam suficientes para produzir a estabilidade do regime de política econômica no Brasil, considerando a dimensão do desequilíbrio macroeconômico, ainda mais num ambiente de turbulência externa que exige maior competitividade da economia. Essa é uma lição da experiência argentina recente, uma vez que o país não tem conseguido combater a vulnerabilidade a ataques, apesar de todos os esforços, ponderando-se, entretanto, que o regime desse país é comparativamente muito mais restritivo. Além disso, as reformas devem ser críveis para que tenham um impacto positivo nas expectativas antes mesmo de demonstrarem resultados efetivos, o que não é o caso num país com baixa reputação e arranjos institucionais mal definidos.

Outro ponto é que não se pode afirmar que a apreciação cambial foi a responsável pelo colapso do regime, apesar de sua contribuição para isso. Só a apreciação não precipita um colapso, como demonstra a experiência chilena. O Chile mantinha a mais tempo o regime cambial e apresentava maior atraso no câmbio e não sofreu uma crise cambial. A resposta para a crise brasileira e a curta duração do regime cambial estava na instabilidade do regime de política econômica, sendo que os distúrbios externos apenas expuseram essa fragilidade e permitiram a coordenação dos especuladores para o ataque.

Resumindo, por um lado, um ajuste fiscal não seria suficiente para substituir a necessidade de um ajuste cambial. Assim como as reformas estruturais e fiscais, isoladamente, não garantiriam a recuperação do equilíbrio macroeconômico. Mas, por outro, a defasagem cambial não foi o motivo do colapso do regime. A conclusão é que a conquista da estabilidade do regime brasileiro dependeria de uma conjunção de todas essas políticas, e não de ações isoladas.

Essa é a grande lição da experiência chilena, no sentido do uso prudente e equilibrado dos instrumentos de política econômica com um movimento paulatino de flexibilização dos mesmos. Os governos não devem se focar em um único objetivo e também instrumento de política econômica, especialmente por um período longo de tempo. É o

caso do controle da inflação e da utilização da taxa de juros. Isso tende a empurrar para fora do equilíbrio outras variáveis importantes, afetando assim os próprios instrumentos utilizados e enfraquecendo as bases para o crescimento.

O Brasil deu ênfase excessiva à manutenção do câmbio, mas sem em contrapartida fazer o necessário esforço para recuperar o regime fiscal, como fez ou pelo menos tentou fazer a Argentina. A desvalorização cambial era vista pelo governo como apenas o gatilho da volta da inflação, sem se considerar que a economia não voltaria facilmente à dinâmica inflacionária anterior ao Plano Real e que a inflação positiva seria um preço aceitável para romper as amarras da política cambial. Além disso, não necessariamente a desvalorização comprometeria a credibilidade da política econômica.

A ênfase na estabilização de preços foi longe demais. É claro que determinar o momento ótimo para a flexibilização do câmbio é uma tarefa quase impossível, mas o país eliminou essa possibilidade ao não iniciar a recuperação do regime de política econômica.

O governo formulou uma política econômica apostando num ambiente externo e interno favorável, o que não é razoável, nem prudente. Não regulou o sistema financeiro, não fez reformas e não considerou a reversão do fluxo de capitais, mesmo quando parecia óbvio.

Mas é importante ponderar que apesar dos problemas enfrentados pelo Plano Real, ele mostrou-se bem sucedido no combate à inflação e esse é o primeiro passo para a recuperação dos instrumentos de política econômica e seu uso prudente. O Chile já havia passado por uma experiência de colapso do câmbio fixo em 1982-83, o que estimulou uma maior maturidade na condução da política econômica a partir de então. Talvez esse amadurecimento possa ser paulatinamente conquistado pelo Brasil a partir da experiência do Plano Real.

RESUMO E CONCLUSÕES

O objetivo da tese é investigar por quê as crises internacionais tiveram diferentes impactos na Argentina, no Brasil e no Chile. Uma vez que se tratam de países que adotam regime de câmbio fixo, ou seus variantes, e estiveram expostos a ataques especulativos ou simplesmente pressões cambiais, a resposta para os diferentes impactos da crise deve estar inserida na análise dos modelos de crises cambiais. Assim, foram apresentadas as principais conclusões desses modelos.

Os chamados modelos de primeira geração indicam que a causa dos ataques especulativos é a percepção dos agentes que a política econômica não condiz com exigências impostas pelo regime de câmbio fixo para sua própria manutenção. A inconsistência pode estar relacionada ao descontrole fiscal e monetário ou ao excesso de garantias, formais ou informais, do governo ao setor bancário. O conseqüente aquecimento econômico causa apreciação cambial, déficit comercial e perda de reservas, até o colapso do regime. Num ambiente de incertezas, ocorre também a elevação da taxa de juros. Se o banco central realizar políticas de esterilização no ataque, o colapso será antecipado. Obtém-se, assim, um primeiro conjunto de possíveis indicadores antecedentes do ataque.

A experiência latino-americana sugere a grande importância dos modelos de primeira geração para explicar os ataques nas economias, principalmente considerando o contexto de planos de estabilização com âncora cambial, que geram um ciclo de prosperidade e depressão, além do processo de abertura financeira ao capital internacional, que produz o *overshooting* na apreciação do câmbio, ambos fatores potencializando a deterioração de fundamentos. Mas esses modelos não são suficientes para explicar a natureza dos ataques aos países, uma vez que estes se deram diante do contágio de crises internacionais.

Pelos modelos de segunda geração, existe a possibilidade de defesa do regime pelo banco central e os ataques não são necessariamente precedidos pela deterioração de fundamentos, bastando que a situação econômica esteja suficientemente frágil, tal que os agentes antecipem que, diante de um ataque, o governo não terá incentivos para defender o regime, conduzindo à desvalorização cambial. A mudança de expectativas

dos agentes que leva ao movimento de ataque é causada, tipicamente, por novas informações na economia e choques.

A decisão do banco central de defender ou não o regime depende da relação custo-benefício associada não conhecida pelos especuladores. O custo da defesa refere-se ao impacto perverso da taxa de juros mais elevada sobre o lado real da economia, assim como sobre as contas públicas e a saúde do setor financeiro. Já o benefício está basicamente associado à reputação da autoridade monetária. Obtém-se, portanto, mais um conjunto de possíveis indicadores antecedentes de ataques.

O contágio de outras crises cambiais também pode causar o deslocamento das expectativas dos especuladores e, nesse caso, há vários canais de transmissão. O mais tradicional é o comercial, entre países parceiros de exportação e importação, ou concorrentes em um mesmo mercado. Há canais financeiros, como o relacionado à crença dos agentes, correta ou não, que dois países têm modelos econômicos similares, e ainda países que pertencem a um mesmo bloco econômico. De uma forma mais geral, há o canal financeiro produzido pelo encurtamento do crédito no mercado financeiro internacional em momentos de turbulência que exigem a reotimização das carteiras dos investidores internacionais. Nesse último caso, é importante considerar que o contágio também é seletivo, sendo mais afetadas as economias com maior deterioração dos fundamentos.

O que tipicamente caracteriza os ataques especulativos e as crises cambiais é a virulência desses episódios, o que pode ser explicado pelo denominado movimento de manada. Sua causa principal é a imperfeição do mercado, tal que as informações não são obtidas sem custo. Isso faz com que os especuladores fiquem mais sensíveis a novas informações e às posições tomadas por outros especuladores.

Uma vez que os ataques nos países analisados se deram em momentos de turbulência no mercado internacional, os modelos de segunda geração e contágio tomam-se relevantes para explicar a vulnerabilidade a ataques.

Uma importante questão que permeia a literatura de crises cambiais refere-se à credibilidade. Esse conceito envolve duas dimensões, a credibilidade do governo e da política econômica. A credibilidade do governo diz respeito ao problema de inconsistência temporal, dados os incentivos da autoridade para não cumprir um anúncio de política, no caso, a manutenção do regime cambial. Os agentes não

conhecem esses incentivos e também não sabem o perfil da autoridade, se esta é do tipo conservador ou não. Assim, observam o comportamento passado da autoridade com o intuito de deduzir qual seu tipo. Quanto mais os agentes observarem o respeito à regra, maior a reputação do governo e, portanto, maior sua credibilidade.

Mas esse conceito não revela plenamente a natureza dos ataques especulativos. É necessário também considerar a credibilidade da política econômica. Se o governo insiste na manutenção do regime de câmbio fixo, mesmo às custas de um elevado ônus à economia, há uma perda de credibilidade da política econômica. Se esse efeito negativo mais que compensar o ganho de reputação da autoridade, a desvalorização cambial será um resultado ótimo, não resultando numa perda de credibilidade geral do programa econômico.

Essa discussão implica que a elevação da taxa de juros para defender o regime cambial não é necessariamente um instrumento eficaz para afastar a crise cambial. Dados os custos envolvidos nessa estratégia, a defesa do regime pode acabar antecipando a crise. Nesse caso, para que a defesa do regime seja eficaz, é necessário associar à elevação dos juros outras medidas que impeçam a deterioração dos fundamentos, como um ajuste fiscal.

Ao invés de utilizar testes econométricos formais para responder a questão central da tese, optou-se por uma abordagem analítica. Para uma maior fundamentação à análise, foi introduzido o conceito de regime de política econômica, que engloba a caracterização dos regimes cambial, monetário e fiscal. Havendo coerência entre esses regimes, o regime de política econômica contará com consistência interna, o que implica sua estabilidade e durabilidade, ou, em outras palavras a menor vulnerabilidade a ataques especulativos. Caso contrário, o país fica dependente de um ambiente favorável para a manutenção do regime cambial.

Para a caracterização do regime cambial, considera-se o grau de flexibilidade da regra cambial e o grau de abertura da economia ao fluxo de capital financeiro internacional. Quanto menor a flexibilidade e maior a abertura, maior a endogeneidade da moeda e, conseqüentemente, mais engessada é a política econômica. No limite, perde-se a política monetária. Isso significa que mais se exige disciplina fiscal para afastar o país de ataques especulativos. Em contrapartida, um regime cambial mais rígido, com câmbio estritamente fixo, estabelece a âncora cambial na economia, dispensando a necessidade

da âncora monetária, ao contrário de um regime mais flexível, que demanda arranjos monetários que garantam o controle da moeda.

Adicionalmente, é considerado se a economia encontra-se no estágio inicial de um plano de estabilização e de abertura financeira. Se for o caso, mais suscetível estará a ataques, em função do típico aumento da atividade econômica e da apreciação cambial respectivamente observados nesses processos. Se a economia tiver regulação bancária pobre, esse resultado é ainda mais potencializado. São fatores, portanto, que exigem maior disciplina na política econômica para reduzir a vulnerabilidade do país a ataques.

Na qualificação do regime monetário, enfoca-se se o país conta com arranjos que contribuem para a disciplina monetária, como, por exemplo, a utilização de metas de inflação e a instituição de independência do banco central. As metas disciplinam a atuação do banco central, não devendo haver, entretanto, conflito entre os objetivos de política econômica, tal que seu atendimento seja prioritário. Caso contrário, as metas sofrerão perda de credibilidade. A independência reduz o problema de inconsistência temporal das regras e metas da política monetária, ao afastar pressões externas para a emissão de moeda. A ausência de arranjos demanda maior disciplina monetária para garantir a credibilidade da política monetária e estabilidade do próprio regime monetário.

O regime fiscal é caracterizado conforme a capacidade da autoridade fiscal de sinalizar sua habilidade para atender a restrição orçamentária intertemporal, de forma que os agentes não antecipem inflação mais elevada no futuro. Nesse caso, denomina-se o regime fiscal como estabilizante. Se o regime não é estabilizante, maior deve ser o esforço do governo em melhorar o desempenho das contas públicas, para reduzir a vulnerabilidade do país a ataques.

A questão é definir a relação entre o regime de política econômica e o comportamento dos fundamentos. Um país com regime estável tende a apresentar melhores fundamentos. Mas há uma relação no sentido contrário. Um regime menos estável e menos flexível exige melhores fundamentos para sua própria manutenção. Em outras palavras, a menor flexibilidade cambial, a maior abertura da economia, a ausência de arranjos monetários que disciplinem a política monetária e um regime fiscal instabilizante exigem maior disciplina da política econômica e, portanto, melhor desempenho dos fundamentos para afastar o país de ataques especulativos.

Além disso, um regime estável aumenta a liberdade na condução da política econômica. Um exemplo importante é a reação do governo a eventuais ataques especulativos. Num regime instável, a resposta concentra-se na elevação dos juros, pela impossibilidade de ajustes fiscais críveis ou de eventuais ajustes cambiais sem causar o colapso do regime.

Avaliando o regime de política econômica dos países, notou-se que o Chile destaca-se dos demais. O país superou o problema de inflação crescente e elevada, no início da década de 70 e início da década de 80, e as reformas para modernizar a economia e a abertura comercial também são mais remotas. Havia maior flexibilidade cambial com a utilização de bandas cambiais com largura não fixa, assim como limites sobre a mobilidade de capitais com a adoção de eficazes controles. Dessa forma, demandava-se menor conservadorismo nas políticas monetária e fiscal para a manutenção do regime cambial. Mesmo assim, a disciplina monetária foi garantida por meio das metas inflacionárias e da independência do banco central, além da própria disciplina fiscal. O regime fiscal é estabilizante, graças às reformas fiscais conduzidas pelo país ao longo da década de 80. Configura-se, portanto, um regime de política econômica mais flexível e estável e, portanto, durável, caso seja o desejo do governo. Portanto, no que diz respeito ao objetivo de afastar o país de ataques especulativos, esse é um regime que prevê maior flexibilidade na condução da política econômica e que exige menos do desempenho dos fundamentos.

A Argentina adotou um plano de estabilização extremo de âncora cambial com o *currency board*, ao mesmo tempo que intensificava a abertura ao comércio internacional e ao fluxo de capitais, não sendo este último estrangido por controles de capitais. São fatores que exigem disciplina monetária e fiscal estrita para afastar a ameaça dos ataques especulativos. A política monetária é condicionada ao *currency board*, não sendo, em princípio, necessários outros instrumentos para garantir o controle monetário. O regime fiscal, porém, não é suficientemente estabilizante, apesar das reformas fiscais já conduzidas, não garantindo a disciplina fiscal exigida pelo regime cambial. É, portanto, um regime de política econômica ainda instável, que depende do bom desempenho dos condicionantes externos para sua durabilidade, principalmente do desempenho do Brasil, seu principal parceiro comercial. Conclui-se, portanto, que é um regime que engessa a política econômica e exige melhores fundamentos para afastar a vulnerabilidade do país a ataques especulativos.

Mas por trás desse regime há um governo que, ao longo dos anos, reafirmou o compromisso com o regime cambial, por meio de reformas fiscais para recuperar o regime fiscal e reformas estruturais para promover ganhos de produtividade da economia. Além disso, a dolarização da economia é um fator que eleva o custo de abrir mão do regime cambial. Nesse sentido, a tendência é o governo adiar ao máximo uma desvalorização na economia.

O Brasil promoveu a abertura ao fluxo de capitais tardiamente, mas antes da estabilização de preços, poupando o país de um maior aquecimento econômico após a queda brusca da inflação. Além disso, a abertura financeira é constrangida por controles de capitais, porém aparentemente menos eficazes do que no caso chileno. O regime cambial encontrava-se numa posição intermediária entre os regimes argentino e chileno, no que diz respeito ao seu grau de flexibilidade, vigorando um regime de bandas com desvalorização prefixada. São fatores que reduzem, mas não dispensam, a exigência de políticas monetária e fiscal mais conservadoras. O país não contou com arranjos monetários que contribuíssem para o controle monetário e tem um regime fiscal instabilizante, o que, em princípio, eleva a suscetibilidade do país a ataques especulativos. Caracteriza-se, portanto, um regime de política econômica claramente instável, sem a contrapartida de esforços governamentais para efetivamente manter o regime e sinalizar tal disposição, implicando a formação de expectativas desfavoráveis quanto à sua durabilidade.

Considerando apenas a flexibilidade cambial, seria necessário menor disciplina monetária e fiscal para a manutenção do regime cambial brasileiro em relação à experiência argentina, mas não em comparação com o caso chileno. Porém, considerando a maior inconsistência do regime de política econômica do Brasil como um todo, era demandado um melhor desempenho dos fundamentos para gerar expectativas favoráveis quanto à menor vulnerabilidade a ataques especulativos. Isso vale tanto quando se compara com o caso chileno, como com o argentino.

Pelo exposto acima, pode-se esperar um melhor desempenho econômico geral do Chile, no que diz respeito a decisões de política econômica mais prudentes, assim como a maior flexibilidade nas respostas de política econômica diante de pressões cambiais mais agudas nos episódios de crise mundial. Isso significa fundamentos mais consistentes no Chile, seguido da Argentina, que tem um regime bastante rígido, e do Brasil, com um regime nitidamente instável.

Antes de verificar o desempenho dos fundamentos dos países, foi construído um índice de pressão cambial, que é uma soma ponderada de perda de reservas, elevação dos juros e desvalorização cambial, com o intuito de identificar qual o país que mais sofreu o impacto dos três episódios de crise externa. A análise revelou que a crise mexicana afetou mais intensamente a Argentina, seguida de longe pelo Brasil; a crise asiática impactou o Chile e em segundo lugar o Brasil; e a crise russa, o Brasil.

Na avaliação do desempenho dos fundamentos, observou-se o ritmo de deterioração e os patamares atingidos pelas variáveis antes dos episódios de crise externa. Adicionalmente, foram consideradas variáveis estruturais que permitem uma melhor avaliação do desempenho geral do país e identificados os canais de contágio. Também contemplou-se possíveis indicadores de credibilidade.

No período que antecedeu a crise mexicana de dezembro de 1994, é muito clara a inconsistência dos fundamentos na Argentina, em função principalmente do aquecimento que sucedeu a estabilização de preços. Houve deterioração das contas externas e dos indicadores bancários, explicando a vulnerabilidade do país na crise mexicana. Nesse sentido, os modelos de primeira geração têm grande importância para explicar esse resultado, mas não desconsiderando o deslocamento de expectativas causado pelo contágio financeiro. O Brasil também apresentava deterioração dos fundamentos, mas menos nitidamente, uma vez que o plano de estabilização era muito recente. Por outro lado, o Chile apresentava bons fundamentos, explicando seu melhor desempenho.

Na crise asiática, em outubro de 1997, o Chile apresentava inconsistência dos fundamentos, mas não por conta de ingerência da política econômica, mas sim pela queda vertiginosa dos termos de troca, especificamente no preço do cobre, seu principal produto de exportação. Como agravante, o sudeste asiático é um importante mercado para os produtos chilenos, configurando-se um canal de contágio comercial. Portanto, os modelos de primeira geração não são, nesse caso, importantes para explicar o maior impacto da crise no Chile. Já o Brasil apresentava maior deterioração dos fundamentos e, ao contrário do Chile, este era um processo crônico e não transitório. Mas não havia o canal de contágio, sendo o país menos afetado na crise. A Argentina saiu ileso da crise por apresentar bons fundamentos, devido ao ajuste da economia ao Efeito Tequila e, principalmente, ao comércio vantajoso com o Brasil, e não exatamente à qualidade do seu regime de política econômica.

O impacto da crise asiática no Brasil não foi apenas causado pelo encolhimento do influxo de capitais para países emergentes, ainda que isso de fato tenha ocorrido. A invulnerabilidade da Argentina mostra que o contágio foi realmente seletivo, devendo haver alguma inconsistência nos fundamentos no Brasil, como de fato havia.

Na crise russa, em agosto de 1998, o Brasil foi o mais atingido diante da nítida e contínua deterioração dos fundamentos causada pela inconsistência da política econômica e pela concentração da defesa do regime cambial na elevação da taxa de juros. Os juros atingiram patamares muito elevados, o que gerou maior instabilidade ao regime. O Chile, apesar de ainda muito vulnerável, conseguiu sair relativamente bem desse episódio de crise. A Argentina, mais uma vez, saiu ileso da crise, por apresentar melhores fundamentos.

Analisando os casos brasileiro e argentino, conclui-se que a existência de fundamentos inconsistentes é fundamental para explicar os ataques, diferindo sua experiência da do ataque ao SME em 1992.

Em termos de desempenho geral, o Brasil apresentou os piores indicadores, em contraposição ao Chile, enquanto que a Argentina ficou na posição intermediária. É um resultado esperado, afinal, o Brasil apresentava o regime mais instável. Mas esse resultado só vem a confirmar o quanto o regime não poderia ser mantido por muito tempo, pois, como já afirmado, regimes instáveis demandam melhores fundamentos para sua durabilidade. Até a crise asiática, o país contou com um ambiente externo favorável, havendo elevação dos termos de troca e liquidez internacional. A partir daí, a vulnerabilidade da economia ficou evidenciada. O país poderia ter sofrido antes a crise cambial, mas sendo 1998 o ano de eleição presidencial, o governo optou por manter o regime.

Com a análise comparativa dos países, é possível tirar algumas lições da experiência brasileira. A primeira é que a apreciação nominal do câmbio no início do Plano Real foi prejudicial à economia e não era necessária para a estabilização de preços, bastando a estabilidade do câmbio e a abertura econômica, como demonstra a experiência argentina. A credibilidade ainda baixa do governo incentivava o uso do câmbio como instrumento de combate à inflação, pois sua queda seria mais rápida, mas o custo dessa estratégia em termos de desequilíbrio externo foi muito alto.

Segundo, a escolha do regime de bandas com ajuste predeterminado não foi uma escolha equivocada, quando se considera que um regime cambial rígido como o argentino demanda um melhor regime fiscal. Também um regime flexível como o chileno não seria apropriado num contexto de estabilização de preços e construção de credibilidade. Mas o governo brasileiro errou ao prolongar por muito tempo um regime instável, impondo um ônus muito grande ao sistema econômico.

Terceiro, não foram introduzidos mecanismos que disciplinassem a criação de moeda, ampliando a instabilidade do regime de política econômica. O país manteve-se dependente da administração da taxa de juros, que torna a moeda passiva. No caso da Argentina, o próprio *currency board* limitou a ação do banco central, e no Chile, foram utilizados arranjos monetários, fundamentais diante da maior flexibilidade cambial.

Quarto, a política fiscal expansionista foi equivocada, considerando o contexto de estabilização de preços, atraso cambial e regime fiscal instabilizante, fatores estes que demandam maior disciplina fiscal para reduzir a vulnerabilidade do país a ataques. Ainda que não fosse possível um ajuste fiscal suficiente para anular o impacto do juros no crescimento da dívida pública, não se justificava a leniência fiscal.

Quinto, o país não conseguiu encaminhar as necessárias reformas estruturais e fiscais para reduzir o custo-país e melhorar a qualidade do regime fiscal. Porém, como mostra a experiência argentina, esse esforço não necessariamente seria suficiente para eliminar o desequilíbrio macroeconômico, principalmente num regime de política econômica instável e num ambiente de turbulência que exige maior competitividade da economia.

Sexto, diante das restrições da política econômica, a defesa do regime cambial concentrou-se na administração da taxa de juros. O país não contava com a política fiscal, não havia suficiente flexibilidade cambial e o controle monetário foi leniente. O resultado é que as taxas de juros mantiveram-se muito elevadas ao longo dos anos, produzindo os indesejáveis impactos no sistema econômico. O Chile, ao contrário, contou com maior flexibilidade na política econômica.

Finalmente, em sétimo lugar, o ajuste do câmbio tornava-se fundamental, ainda que a defasagem cambial em si não possa ser unicamente responsabilizada pelo colapso do regime. Não haveria ajuste fiscal suficiente para corrigir tamanho desequilíbrio macroeconômico. A conclusão é que a conquista da estabilidade do regime brasileiro dependeria de uma conjunção de esforços, e não da adoção de políticas isoladas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGÉNOR, P.R. (1997) "Borrowing risk and the Tequila Effect" *IMF WP* 9786
- AGÉNOR, P.R., BHANDARI, J.S. e FLOOD, R.P. (1992) – "Speculative attacks and models of balance-of-payment crises, *IMF Staff Papers* 39(2), 357-94
- AGÉNOR, P.R., MONTIEL, J.P. (1999) *Development macroeconomics*, Princeton University Press, Princeton - New Jersey
- ALMEIDA JÚNIOR, M.F. e BARROS, J.R.M. (1997) *Análise do Ajuste do Sistema Financeiro no Brasil*, Secretaria de Política Econômica do Ministério da Fazenda
- ALMONACID, R.D. e SCRIMINI, G. (1999) "O desequilíbrio externo e a taxa de câmbio", *Economia Aplicada* vol. 3 especial, 117-134
- ARBEX, M.A. e FONTES, R. (1999) "Credibilidade das políticas econômicas no Brasil: uma análise empírica do período 1991-1998" *Economia Aplicada*, 3(1) 23-45
- BARRO, R.J. (1983) "Inflationary Finance under Discretion and Rules", *Canadian Journal of Economics* 16(1)
- BARRO, R.J. (1986a) "Reputation in a Model of Monetary Policy with Incomplete Information", *Journal of Monetary Economics* 17(1)
- BARRO, R.J. (1986b) "Recent Developments in the Theory of Rules versus Discretion", *Economic Journal* 96 supplement
- BARRO, R.J. e GORDON, D.B. (1983a) "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model", *Journal of Political Economy* 91(4)
- BARRO, R.J. e GORDON, D. B. (1983b) "Rules, Discretion and the Reputation in a Model of Monetary Policy", *Journal of Monetary Economics* 12(1)
- BARROS, J.R.M., BOGDANSKI, J. e LOYOLA, G.J.L. (1998) *Reestruturação do Setor Financeiro*, Secretaria de Política Econômica do Ministério da Fazenda
- BACKUS, D. e DRIFILL, J. (1985) "Inflation and Reputation", *American Economic Review*, 75, 530-538.
- BENSAID, B. e JEANNE, O. (1997) "The instability of fixed exchange rate systems when the nominal interest rate is costly", *European Economic Review* 41, 1461-78
- BERNANKE, B.S., LAUBACH, T., MISHKIN, F.S. e POSEN, A.S. (1999) *Inflation targeting: lessons from the international experience*, Princeton University Press
- BERTOLA, G. e CABALLERO, R.J. (1992) "Sustainable intervention policies and exchange rate dynamics" in Krugman, P. e Miller, M. (ed.), *Exchange rate targets and currency bands*, Center of Economic Policy Research, NBER
- BLACKBURN, K. e CHRISTENSEN, M. (1989) "Monetary policy and policy credibility: theories and evidence", *Journal of Economic Literature*, 27(1) 1-45

- BORDO, M.D. e CAPIE, F. (1993) *Monetary Regimes in Transition*, Cambridge University Press, Cambridge.
- BOSWORTH, B.P., DORNBUSCH, R. e LABÁN, R. (org) (1994) *The Chilean Economy: Policy Lessons and Challenges*
- BUIER, W.H. (1987) "Borrowing to defend the exchange rate and the timing and magnitude of speculative attacks", *Journal of International Economics* 23, 221-39
- BANERJEE, A. (1992) "A simple model of herd behavior", *Quarterly Journal of Economics* CVIII, 797-817
- BERG, A. e PATTILLO, C. (1998) "Are currency crises predictable? A test", *IMF Working Paper* 98/154
- CALVO, G.A. (1978) "On the Time Consistency of Optimal Policy in a Monetary Economy", *Econometrica*, 46(6).
- CALVO, G.A. (1987) "Balance of payment crises in a cash-in-advance economy", *Journal of Money Credit and Banking* 19, 19-32
- CALVO, G.A. (1998) "Understanding the Russian virus: with special reference to Latin America", *World Bank*
- CALVO, G.A., LEIDERMAN, L. e REINHART, C. (1993) "Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America", *IMF Staff Papers*, 40, 108-151.
- CALVO, G.A. e MENDOZA E.G. (1996) "Mexico's balance-of-payments crises. A chronicle of a death foretold", *Journal of International Economics* 41, 235-264
- CALVO, G.A. e MENDOZA E.G. (1997) "Rational herd behavior and the globalization of securities markets", *mimeo*, University of Maryland
- CALVO, G.A. e MENDOZA, E.G. (1998) "Empirical Puzzles of Chilean Stabilization Policy" *World Bank*
- CALVO, G.A. e VÉGH, C.A. (1993) "Exchange rate-base stabilization under imperfect credibility", in *Open Economy Macroeconomics*, ed. Helmut Frisch e Andreas Worgotter
- CALVO, S. e REINHART, C.M. (1995) "Capital flows to Latin America: is there evidence of contagion effects? in *Private capital flows to emerging markets*, ed Morris Goldstein, Institute for International Economics, Washington DC
- CANZONERI, M.B. (1985) "Monetary Policy Games and the Role of Private Information", *American Economic Review* 75(5)
- CAPRIO JR, G. (1998) "Banking on crises: expensive lessons from recent financial crises", *World Bank*
- CAPLIN, A. e LEAHY, J. (1994) "Business as usual, market crashes, and wisdom after the fact", *American Economic Review* 84, 548-65
- CARDOSO, E. e GOLDFAJN, I. (1998) "Capital flows to Brazil: the endogeneity of capital controls", *IMF Staff Papers* 45 (1), 161-202

- CHANG, R. e VELASCO, A. (1999) "Liquidity crises in emerging markets: theory and policy", *NBER Working Paper* 7272
- CHOUËIRI, N. (1999) "A model of contagious currency crises with application to Argentina", *IMF Working Paper* 99-29
- CHUHAN, P., PEREZ-QUIROS, G. e POPPER, H. (1996) "International capital flows: do short-term investment and direct investment differ?" *Policy Research Working Paper* 1669, World Bank
- COLE, H.L. e KEHOE, T.J. (1996) "A self-fulfilling model of Mexico's 1994-1995 debt crisis" *Journal of International Economics* 41, 309-330
- CONOLLY, M.B. (1986) "The speculative attack on peso and the real exchange rate, *Journal of International Money and Finance*, 5 supplement, 117-30.
- CORONADO, J.L. (1998) "The effects of social security privatization on household saving: evidence from Chilean experience", *Federal Reserve Board, Finance and Economics Discussion Series*, dec.
- DEMIRGUC-KUNT, A. e DETRAGIACHE, E. (1998) "Financial liberalization and financial fragility". *IMF WP* 98/83
- DOOLEY, M.P. (1996) "A survey of literature on controls over international capital transactions" *IMF Staff Papers* 43(4)
- DORNBUSCH, R. (1987) "Collapsing exchange rate regimes", *Journal of Development Economics* 27, 71-83
- DORNBUSCH, R., GOLDFAJN, I. e VALDÉS, R.O. (1985) "Currency crises and collapses", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2
- DRAZEN, A. (1990) "Inflationary consequences of anticipated macroeconomic policies" *Review of Economic Studies*, 57, 147-166
- DRAZEN, A. (1999) "Interest rate defense against speculative attack under asymmetric information" *mimeo*, University of Maryland
- DRAZEN, A. e MASSON, P.R. (1994) "Credibilities of policies versus credibilities of policymakers", *Quarterly Journal of Economics* CIX(3), 735-54
- DRIFFILL, J. (1987) "Macroeconomic policy games with incomplete information: some extentions", *CEPR Discussion Paper* 159.
- DRIFFILL, J. (1988) "Macroeconomic policy games with incomplete information: a survey", *European Economic Review* 32, 533-41
- EDWARDS, S. (1989) *Real exchange rates, devaluation and adjustment: exchange rate policy in developing countries*, Cambridge -MA, MIT Press
- EDWARDS, S. (1996) "Public sector deficits and macroeconomic stability in developing countries", *NBER WP* 5407
- EDWARDS, S. (1998) "Capital flows into Latin America: a stop-go story?", *NBER WP* 6441
- EDWARDS, S. (1998a) "Interest rates volatility, capital controls and contagion", *NBER WP* 6756
- EDWARDS, S. (1998b) "Capital flows, real exchange rates and capital controls: some Latin-American experiences", *NBER WP* 6800

- EDWARDS, S. e VÉGH, C.A. (1997) "Banks and macroeconomic disturbances under predetermined exchange rates", *Journal of Monetary Economics* 40(2), 239-278
- EICHENGREEN, B., ROSE, A. e WYPLOSZ, C. (1995) "Exchange market mayhem: the antecedents and aftermath of speculative attacks", *Economic Policy* 21, 249-312.
- EICHENGREEN, B., ROSE, A. e WYPLOSZ, C. (1996) "Contagious Currency crises: fist tests", *Scandinavian Journal of Economics* 98(4), 463-484
- EYZAGUIRRE, N. (1998) "Monetary policy transmission: the Chilean case", *Bank for International Settlements - BIS Policy Papers*, 3
- FERREIRA, P.C. e ROSSI, J.L. (1999) "Trade barriers and productivity growth: cross-industry evidence" *mimeo*
- FFRENCH-DAVIS, R. (1998) "Policy implications of the Tequila Effect" *Challenge* 14(2), 15-43
- FIGUEIREDO, F.M.R. e MACEDO, W. (1997) "As Reformas da Previdência Social: os casos do Chile e da Argentina e propostas para o Brasil" *Boletim do Banco Central do Brasil*, separata, fevereiro de 1998
- FISHER, S. (1983) "Indexing and Inflation" in *Indexing, Inflation and Economic Policy*, MIT Press, 1986, Massachusetts
- FLOOD, R.P., BHANDARI, J. e HORNE, J. (1989) "Evolution of exchange rate regimes", *IMF Staff Papers* 36(3), 810-35
- FLOOD, R.P. e GARBER, P. (1984) "Collapsing exchange-rate regimes, some linear examples", *Journal of International Economics* 21, 1-13
- FLOOD, R.P., GARBER, P. e KRAMER, C. (1996) "Collapsing exchange rate regimes: another linear example", *Journal of International Economics* 41, 223-34
- FLOOD, R.P. e ISARD, P. (1989) "Monetary policy strategies", *IMF Staff Papers* 36(3), 612-32.
- FLOOD, R.P. e MARION, N. (1998) "Perspective on the recent literature on currency crises", *NBER Working Paper* 6380
- FRANKEL, J.A. e ROSE, K.R. (1996) "Currency crashes in emerging markets: empirical indicators" *Journal of International Economics* 41, 351-366
- FMI (1998) "Argentine: recent economic developments", *IMF Staff Country Report* 98/38
- FMI (1998a) *World Economic Outlook*
- FURMAN, J. e STIGLITZ, J.E. (1998) "Economic crises: evidence and insights from East Asia", *Brookings Paper on Economic Activity*, 2
- GARCÍA-HERRERO, A. (1997) "Banking Crises in Latin America in the 1990s: lessons from Argentina, Paraguay, and Venezuela", *IMF WP* 140
- GERLACH, S. e SMETS, F. (1995) "Contagious speculative attacks", *European Journal of Political Economy* 11, 45-63

- GIAMBAZZI, F., e PAGANO, M. (1990) "Confidence crises and public debt management", in Dornbusch, R., e Draghi, M. (ed.) *Public debt management: theory and history*, Cambridge University Press.
- GLICK, R. e ROSE, A. (1998) "Contagion and trade: are currency crises regional?" *NBER WP 6806*
- GLICK, R. e MORENO, R. (1999) "Money and credit, competitiveness, and currency crises in Asia and Latin America", *Pacific Basin Working Paper Series 99-01*
- GOLDFAJN, I. e VALDÉS, R.O. (1997) "Capital flows and twin crises: the role of liquidity", *IMF Working Paper 97/87*
- GRILLI, V.U. (1986) "Attacks on fixed exchange rate systems", *Journal of International Economics*, 20, 143-156
- GUERGUIL, M. e KAUFMAN, M. (1998) "Competitiveness and evolution of the exchange rate in Chile", in Chile: Selected Issues, *IMF Staff Report 98/26*
- HELPMAN, E. e RAZIN, A. (1987) "Exchange rate management: intertemporal tradeoffs", *American Economic Review* 77, 107-23
- HERNÁNDEZ, L. e SCHMIDT-HEBEL, K. (1999) "Capital controls in Chile: Effective? Efficient? Endurable?", *Mimeo*, Banco Central do Chile
- KYDLAND, F.E. e PRESCOTT, E.C. (1977) "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", *Journal of Political Economy* 85(3)
- KAMINSKY, G.L. e REINHART, C.M. (1996) "The twin crises: the causes of banking and balance-of-payments problems", *International Finance Discussion Paper*, 544, Board of Governors of the Federal Reserve
- KAMINSKY, G.L. e REINHART, C.M. (1998) "Financial crises in Asia and Latin America: then and now", *American Economic Review: Papers and Proceedings* 88, 444-48.
- KAMINSKY, G., LIZONDO, S. e REINHART, C. (1998) "Leading indicators of currency crises", *International Monetary Fund Staff Papers* 45(1), 1-48.
- KIGUEL, M. e LIVIATAN, N. (1992) "The business cycle associated with exchange rate-based stabilization", *World Bank Economic Review* 6, 279-305.
- KRAAY, A. (1999) "Do high interest rates defend currencies during speculative attacks?", *mimeo*, Stanford University
- KRUGMAN, P. (1979) "A model of balance-of-payments crises", *Journal of Money Credit and Banking* 11, 311-325
- KRUGMAN, P. (1996) "Are currency crises self-fulfilling?", *NBER Macroeconomics Annual*.
- KRUGMAN, P. (1998) "Currency crises", *mimeo*, MIT.
- KRUGMAN, P. e ROTEMBERG, J. (1992) "Speculative attacks on target zones" in Krugman, P. e Miller, M. (ed.) *Exchange rate targets and currency crises*, Centre of Economic Policy Research, NBER
- LAHIRI, A. e VÉGH, C.A. (1999a) "Delaying the inevitable: optimal interest rate policy and BOP crises", *mimeo*, UCLA

- LAHIRI, A. e VÉGH, C.A. (1999b) "Output costs, BOP crises and exogenous fiscal constraints", *mimeo*, UCLA
- LATIF, Z.A. (1995) *Regime monetário no Brasil e descontrole inflacionário*, dissertação de mestrado, Instituto de Pesquisas Econômicas da Faculdade de Economia da Universidade de São Paulo.
- LAVAGNA, R. (1997) "Comércio exterior e política comercial no Brasil e na Argentina: uma análise comparada", *mimeo*, Universidade de Buenos Aires
- LOHMAN, S.(1992) "Optimal commitment in monetary policy: credibility versus flexibility", *American Economic Review* 82, 273-286
- LORA, E. e OLIVEIRA, M. (1998) "Macro policy and employment problems in Latin America" *Inter-American Development Bank (IDB) WP 372*
- MALAN, L.S. (1996) "Sistema Financeiro e plano de estabilização: o caso argentino recente", *Boletim do Banco Central do Brasil*, separata, fevereiro de 1998.
- MELLER, P. (1996) "Review and discussion of Chile's trade policies" *Integration and Trade* vol. 0
- MILESI-FERRETI, G.M. e RAZIN, A. (1996) "Current Account sustainability: selected East Asian and Latin America experiences" *NBER*
- MILESI-FERRETI, G.M. e RAZIN, A. (1998) "External sustainability: a study of Chile, *IMF Staff Country Report 98/26*
- MONTIEL, P. (1994) "Capital mobility in developing countries: some measurement issues and empirical estimates", *World Bank Economic Review* 8(3)
- MORRIS, S. e SHIN, H.S. (1998) "Unique equilibrium in a model of self-fulfilling currency attacks", *American Economic Review* 88(3), 587-597
- OBSTFELD, M. (1984) "Balance of payment crises and devaluation", *Journal of Money Credit and Banking*, 208-212
- OBSTFELD, M. (1986) "Rational self-fulfilling balance-of-payment crises", *American Economic Review* 76, 72-81
- OBSTFELD, M. (1991) "Destabilizing effects of exchange rate escape clauses", *NBER WP 3603*
- OBSTFELD, M. (1995) "International currency experience: new lessons and lessons learned", *Brookings Papers on Economic Activity* 2, 119-220
- OBSTFELD, M. (1996) "Models of currency crises with self-fulfilling features" *European Economic Review* 40, 1037-1047
- OZKAN, G. e SUTHERLAND, A. (1995) "Policy measures to avoid a currency crises", *Economic Journal* 105, 510-19
- PASTORE, A.C. (1994) "Déficit público, a sustentabilidade do crescimento das dívidas interna e externa, senhoriação e inflação: uma análise do regime monetário brasileiro", *Revista de Econometria*, 14
- PASTORE, A.C. e PINOTTI, M.C. (1996) "O futuro do Real: o uso das políticas fiscal e monetária para a estabilização interna e externa", em Velloso, J. P. R., *O Real, o crescimento e as reformas*, VIII Fórum Nacional

- PASTORE, A.C. e PINOTTI, M.C. (1997) *O ataque às reservas e o Plano Real*, mimeo
- PASTORE, A.C. e PINOTTI, M.C. (1998) *Inflação e estabilização: algumas lições da experiência brasileira*, mimeo
- PASTORE, A.C. e PINOTTI, M.C. (1999) "Inflação e Estabilizações: Algumas lições da Economia Brasileira" *Revista Brasileira de Economia*, jan-mar.
- PISSARIDES, C.A.(1997) "Learning by trading and returns to human capital in developing countries" *The World Bank Economic Review* 11(1) 17-32
- POLACKOVA, H, (1999) "A contingent government liabilities: a hidden fiscal risk", *Finance and Development* 36(1) IMF
- ROJAS-SUÁREZ, L. e WEISBROD, S.R. (1995) "Financial fragilities in Latin America", *Occasional Papers*, 132, IMF
- ROCHA, F.F. (1995) *Monetary Regimes and macroeconomic policy: an empirical analysis of the Brazilian economy*, tese de doutorado, University of Illinois at Urbana-Champaign
- ROGOFF, K. (1985) "The optimal commitment to an intermediate target", *Quarterly Journal of Economics* 100, 1169-90
- ROSALES, O. (1998) "El impacto de la crisis asiática en la economía chilena", *PNUD*
- SACHS, J., TORNELL, A. e VELASCO, A. (1996a) "The Mexican peso crises: sudden death or death foretold?", *Journal of International Economics* 41, 265-283
- SACHS, J., TORNELL, A., e VELASCO, A., (1996b) "The collapse of the Mexican peso: what have we learned?", *Economic Policy* 22
- SACHS, J., TORNELL, A. e VELASCO, A. (1996c) "Financial crises in emerging markets: the lessons from 1995", *Brookings Paper on Economic Activity* 1, 147-198
- SARGENT, T.J. e WALLACE, N. (1981) "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 5, 1-17.
- SHILLER, R. (1995) "Conversation, information and herd behavior", *American Economic Review Papers and Proceedings* 85, 181-185
- TALVI, E. (1997) "Exchange rate-based stabilization with endogenous fiscal response" *Journal of Development Economics* 54(1), 59-75
- TANNER, E. e SANGUINETTI, P. (1997) "Structural reform and disinflation: lessons from Argentina's Convertibility Plan" *Journal of Developing Areas*, 529-552
- TORNELL, A. e VELASCO, A. (1995) "Fixed versus flexible exchange rates: which provides more fiscal discipline?", *NBER WP* 5108
- URIBE, M. (1996) "Tequila effect: theory and evidence from Argentina", *Board of Governors of Federal Reserve System International Finance Discussion Paper* 552
- VELASCO A. (1987) "Financial crises and balance-of-payment crises", *Journal of Development Economics* 27, 263-83
- VELASCO, A. (1996) "Fixed exchange rates: credibility, flexibility and multiplicity", *European Economic Review* 40, 1023-35

- VELASCO, A. (1997) "When are fixed exchange rates really fixed?", *Journal of Development Economics* 54(1), 5-25
- WILLMAN, A. (1988) "The collapse of a fixed exchange rate regime with sticky prices and imperfect substitutability between domestic and foreign bonds", *European Economic Review* 32, 1817-38

ANEXO ESTADÍSTICO

INDICADORES EXTERNOS

Tabela 1

BALANÇO DE TRANSAÇÕES
CORRENTES EM RELAÇÃO AO
PIB

	Argentina	Brasil	Chile
1990	3.2%	-0.8%	-1.6%
1991	-0.4%	-0.4%	-0.3%
1992	-2.4%	1.6%	-2.2%
1993	-3.1%	0.0%	-5.6%
1994	-4.3%	-0.2%	-3.0%
1995	-1.9%	-2.6%	-2.2%
1996	-2.4%	-3.0%	-5.1%
1997	-4.1%	-3.8%	-4.7%
1998	-4.9%	-4.4%	-5.5%

Tabela 2

EXPORTAÇÕES EM RELAÇÃO
AO PIB

	Argentina	Brasil	Chile
1990	8.8%	6.8%	27.3%
1991	6.3%	7.8%	26.0%
1992	5.5%	9.2%	23.4%
1993	5.1%	9.0%	20.1%
1994	6.2%	8.1%	22.2%
1995	8.2%	6.6%	25.7%
1996	8.8%	6.2%	22.3%
1997	9.0%	6.6%	21.2%
1998	8.9%	6.6%	19.5%

Tabela 3

VOLUME DE EXPORTAÇÕES -
NÚMERO ÍNDICE
BASE 100 = 1991, 1994, 1990

	Argentina	Brasil	Chile
1990	101.6	70.1	100.0
1991	100.0	71.8	110.0
1992	98.4	84.1	128.8
1993	105.3	98.0	135.0
1994	123.5	100.0	151.3
1995	154.6	94.0	167.1
1996	164.8	96.5	177.1
1997	189.9	106.3	-
1998	209.0	110.0	-

Tabela 4

IMPORTAÇÕES EM RELAÇÃO
AO PIB

	Argentina	Brasil	Chile
1990	2.6%	4.4%	25.9%
1991	4.0%	5.2%	21.7%
1992	6.1%	5.3%	21.7%
1993	6.1%	5.8%	22.3%
1994	7.8%	6.1%	20.8%
1995	7.3%	7.1%	23.5%
1996	8.2%	6.9%	23.8%
1997	9.7%	7.5%	23.2%
1998	9.9%	7.4%	22.9%

Tabela 5

BALANÇA COMERCIAL EM
RELAÇÃO AO PIB

	Argentina	Brasil	Chile
1990	6.1%	2.3%	1.5%
1991	2.3%	2.6%	4.3%
1992	-0.6%	3.9%	1.7%
1993	-0.9%	3.3%	-2.2%
1994	-1.6%	2.0%	1.4%
1995	0.9%	-0.4%	2.2%
1996	0.6%	-0.7%	-1.6%
1997	-0.7%	-0.8%	-2.0%
1998	-1.0%	-0.9%	-3.3%

Tabela 6

PARTICIPAÇÃO DOS BENS DE
CAPITAL SOBRE O TOTAL
DAS IMPORTAÇÕES

	Argentina	Brasil	Chile
1990	15.1%	22.6%	-
1991	17.1%	23.6%	-
1992	20.7%	23.6%	22.4%
1993	24.4%	24.2%	24.6%
1994	27.7%	24.1%	24.8%
1995	23.5%	26.7%	24.0%
1996	23.5%	27.6%	24.3%
1997	25.3%	32.7%	-
1998	27.1%	33.3%	-

INDICADORES EXTERNOS

Tabela 7				Tabela 8		
PARTICIPAÇÃO DOS DE BENS DE CONSUMO E VEÍCULOS SOBRE O TOTAL DAS IMPORTAÇÕES				RESERVAS INTERNACIONAIS ¹ EM RELAÇÃO ÀS IMPORTAÇÕES MENSAIS		
	Argentina	Brasil	Chile	Argentina	Brasil	Chile
1990	8.1%	13.7%	-	7.6	4.1	7.1
1991	20.4%	15.8%	-	5.5	4.1	9.4
1992	26.7%	14.9%	17.5%	6.4	11.1	9.6
1993	25.9%	17.6%	18.0%	8.0	11.7	10.6
1994	24.5%	20.6%	18.0%	7.4	14.0	11.1
1995	19.5%	26.5%	18.4%	6.4	9.5	11.5
1996	20.0%	22.0%	19.5%	7.4	12.6	10.2
1997	20.0%	23.3%	-	7.6	11.0	11.1
1998	20.7%	23.0%	-	8.6	12.0	10.7

(1) exclui reservas em ouro

Tabela 9				Tabela 10		
BTC ACUMULADA EM RELAÇÃO ÀS EXPORTAÇÕES ANUAIS				PAGAMENTO DE JUROS E RENDAS LÍQUIDAS EM RELAÇÃO ÀS EXPORTAÇÕES		
	Argentina	Brasil	Chile	Argentina	Brasil	Chile
1990			-5.8%	-35.6%	-37.0%	-
1991	-5.6%		-6.5%	-35.6%	-30.5%	-21.6%
1992	-50%		-15.4%	-19.5%	-22.3%	-18.8%
1993	-107%		-44.5%	-22.1%	-26.0%	-18.0%
1994	-157%	-2.6%	-49.0%	-22.0%	-20.6%	-21.5%
1995	-142%	-41.5%	-44.2%	-21.2%	-23.9%	-17.0%
1996	-152%	-88.9%	-68.7%	-22.0%	-25.4%	-17.3%
1997	-184%	-137.3%	-85.9%	-23.3%	-30.7%	-16.4%
1998	-239%	-209.0%	-124.4%	-29.1%	-38.4%	-13.3%

Tabela 11				Tabela 12		
DÍVIDA EXTERNA PÚBLICA EM RELAÇÃO AO PIB				PARTICIPAÇÃO DO INVESTIMENTO DIRETO NO INFLUXO DE CAPITAL FINANCEIRO		
	Argentina	Brasil	Chile	Argentina	Brasil	Chile
1990	33.3%	18.9%	34.3%	73.5%	63.1%	
1991	25.1%	21.0%	29.3%	22.0%	22.5%	37.8%
1992	21.1%	23.2%	22.4%	45.1%	21.9%	24.3%
1993	20.2%	21.0%	19.4%	7.3%	9.1%	29.4%
1994	21.7%	17.4%	17.2%	20.5%	6.0%	38.5%
1995	23.9%	13.9%	11.5%	30.9%	14.5%	86.1%
1996	24.8%	12.3%	7.1%	31.5%	30.5%	55.8%
1997	25.2%	10.8%	5.6%	28.7%	60.8%	50.7%
1998	-	-	-	28.1%	62.7%	46.6%

INDICADORES EXTERNOS

Tabela 13

	INFLUXO LÍQ. INVEST. EM PORTFOLIO E OUTROS INVEST. DOS BANCOS EM RELAÇÃO AO PIB		
	Argentina	Brasil	Chile
1990	-5.4%	-0.4%	-0.4%
1991	-1.4%	-0.4%	-1.5%
1992	1.8%	1.3%	5.9%
1993	12.7%	2.6%	1.9%
1994	3.9%	8.0%	2.8%
1995	1.3%	3.1%	-0.4%
1996	3.2%	2.3%	0.9%
1997	3.2%	1.5%	0.3%
1998	4.1%	1.4%	-2.2%

Tabela 14

	INFLUXO LÍQUIDO TOTAL DE CAPITAIS EM RELAÇÃO AO PIB		
	Argentina	Brasil	Chile
1990	-4.2%	-1.2%	10.1%
1991	0.1%	-1.2%	3.2%
1992	3.4%	1.5%	9.1%
1993	7.9%	1.7%	7.0%
1994	4.3%	1.5%	11.6%
1995	1.7%	4.2%	4.8%
1996	4.2%	4.3%	10.7%
1997	5.7%	3.1%	10.6%
1998	6.3%	2.6%	4.0%

Tabela 15

	INFLUXO LÍQ. DE CAPITAIS EXCETO O INVESTIMENTO DIRETO EM RELAÇÃO AO PIB		
	Argentina	Brasil	Chile
1990	-5.5%	-1.2%	7.8%
1991	-1.2%	-1.2%	0.9%
1992	2.0%	1.0%	7.5%
1993	7.1%	1.6%	5.6%
1994	3.3%	1.1%	7.9%
1995	0.2%	3.7%	0.6%
1996	2.4%	2.8%	5.2%
1997	4.0%	0.8%	5.8%
1998	4.9%	-1.2%	1.7%

INDICADORES INTERNOS

Tabela 16

TAXAS DE INFLAÇÃO ANUAL -
ÍNDICE DE PREÇOS AO
CONSUMIDOR

	Argentina	Brasil ¹	Chile		Argentina	Brasil	Chile
1990	1344.1%	1639.0%	24.2%	1990	15.5%	13.8%	46.1%
1991	84.0%	458.6%	18.7%	1991	12.5%	14.1%	43.7%
1992	17.5%	1129.4%	12.7%	1992	15.4%	22.0%	46.4%
1993	7.4%	2491.0%	12.2%	1993	18.3%	26.1%	50.6%
1994	3.9%	941.3%	8.9%	1994	20.3%	41.0%	49.7%
1995	1.6%	23.2%	8.2%	1995	20.0%	35.0%	52.7%
1996	0.1%	10.0%	6.6%	1996	20.2%	30.4%	57.7%
1997	0.3%	4.8%	6.0%	1997	21.9%	30.9%	60.2%
1998	0.6%	-1.8%	4.7%	1998	24.2%	34.6%	62.2%

(1) IPC Fipe

Tabela 17

CRÉDITO BANCÁRIO AO SETOR
PRIVADO EM RELAÇÃO AO PIB

Tabela 18

TAXA DE CRESCIMENTO REAL
DO CRÉDITO BANCÁRIO AO
SETOR PRIVADO

	Argentina	Brasil	Chile		Argentina	Brasil	Chile
1990	-42.1%	-	-7.6%	1990	-1.8%	-4.3%	3.7%
1991	14.5%	-	4.5%	1991	10.6%	1.0%	8.0%
1992	30.4%	-	18.2%	1992	9.6%	-0.5%	12.3%
1993	14.8%	-	15.2%	1993	5.7%	4.9%	7.0%
1994	16.1%	31.6%	7.3%	1994	5.9%	5.8%	5.7%
1995	-2.7%	1.8%	18.4%	1995	-2.9%	4.2%	10.6%
1996	6.5%	-6.6%	12.2%	1996	5.5%	2.8%	7.4%
1997	16.3%	5.0%	10.7%	1997	8.1%	3.7%	7.6%
1998	10.9%	15.6%	4.3%	1998	3.9%	0.2%	3.4%

Tabela 19

TAXA DE CRESCIMENTO REAL
DO PIB

Tabela 20

TAXA DE DESEMPREGO EM
RELAÇÃO À MÉDIA DE 1985-89

	Argentina	Brasil	Chile
1990	1.63	1.16	0.69
1991	1.12	1.41	0.66
1992	1.28	1.67	0.54
1993	1.61	1.46	0.56
1994	2.04	1.38	0.98
1995	3.10	1.32	0.90
1996	3.05	1.60	0.79
1997	2.52	1.69	0.75
1998	2.29	2.19	0.79

Tabela 21

DÉFICIT PÚBLICO - GOVERNO CENTRAL E ESFERAS DE GOVERNO - SEM RECEITA DE PRIVATIZAÇÃO - % PIB

	ARGENTINA			BRASIL ¹				CHILE		
	nominal	primário	províncias	nominal	operacional	primário	estados e munic.(1)	nominal	primário	municipalidades
1990	-3.2%	1.3%	-3.3%	-12.3%	2.3%	2.7%	-0.4%	0.8%	2.7%	0.0%
1991	-2.6%	1.1%	-0.8%	-6.6%	0.3%	1.0%	1.2%	1.5%	3.7%	-0.1%
1992	0.0%	2.2%	-0.2%	-14.9%	-0.8%	1.3%	-0.8%	2.3%	3.7%	0.0%
1993	0.9%	2.0%	-0.9%	-20.4%	0.0%	1.4%	0.2%	2.1%	3.4%	0.0%
1994	-0.4%	0.8%	-1.0%	-17.1%	1.6%	3.1%	-0.6%	1.7%	2.7%	0.1%
1995	-0.9%	0.6%	-1.4%	-2.3%	-1.7%	0.5%	-2.3%	2.7%	3.4%	0.0%
1996	-2.0%	-0.4%	-0.6%	-2.7%	-1.7%	0.4%	-1.9%	2.3%	2.9%	0.1%
1997	-1.4%	0.4%	-0.4%	-2.7%	-1.8%	-0.3%	-2.3%	2.0%	2.4%	0.0%
1998	-1.3%	0.8%	-0.6%	-5.5%	-5.2%	0.6%	-1.8%	0.5%	1.2%	0.0%

(1) inclui banco central

Tabela 22

TAXA DE CRESCIMENTO DA
DÍVIDA PÚBLICA INTERNA
SOBRE O PIB

	Tabela 22			Tabela 23		
	Argentina	Brasil ¹	Chile	Argentina	Brasil	Chile
1980-89	-	-	0.5%	19.9%	21.5%	17.1%
1990	-	-	0.9%	14.0%	20.9%	23.1%
1991	-	-	0.2%	14.6%	18.1%	19.9%
1992	-	-	-1.3%	16.7%	18.4%	22.4%
1993	-0.4%	1.1%	-0.5%	19.1%	19.3%	24.9%
1994	9.2%	11.2%	-2.4%	19.9%	20.7%	23.3%
1995	9.4%	19.7%	-1.0%	17.9%	20.5%	23.9%
1996	4.5%	18.1%	-0.5%	18.1%	19.3%	25.3%
1997	-4.3%	2.7%	-0.2%	19.4%	19.9%	25.5%
1998	8.9%	19.2%		19.9%	19.9%	

(1) dívida pública interna líquida

Tabela 24

POUPANÇA EM RELAÇÃO AO PIB

	Argentina	Brasil	Chile
1990		21.7%	28.4%
1991	14.4%	20.6%	27.0%
1992	13.9%	21.4%	25.2%
1993	15.4%	22.3%	24.1%
1994	16.9%	22.5%	25.4%
1995	17.6%	20.5%	27.6%
1996	17.5%	19.0%	24.7%
1997	17.2%	19.1%	25.0%
1998	17.4%	18.6%	22.5%

INDICADORES DE POLÍTICA ECONÔMICA

Tabela 25

TAXA REAL DE CÂMBIO
base = abr/91, jul/94, jul/92

	Argentina	Brasil	Chile	Argentina	Brasil	Chile
1990	1.57	0.88	1.18	1.1%	-2.2%	0.8%
1991	0.96	1.02	1.11	-1.4%	1.2%	0.2%
1992	0.79	1.09	1.00	-0.2%	2.5%	0.4%
1993	0.71	1.05	0.99	-0.1%	1.7%	0.4%
1994	0.69	0.95	0.92	0.3%	1.6%	0.5%
1995	0.67	0.79	0.80	0.6%	1.8%	0.4%
1996	0.67	0.74	0.78	0.5%	1.2%	0.5%
1997	0.66	0.75	0.75	0.5%	1.5%	0.5%
1998	0.66	0.80	0.78	0.5%	2.3%	0.8%

Tabela 26

TAXA REAL DE JUROS MÉDIA
MENSAL

Tabela 27

RESERVAS INTERNACIONAIS
EM RELAÇÃO AO M1 (US\$)
base = mai/91, out/94, 1991

	Argentina	Brasil	Chile
1990			
1991	1.18		0.98
1992	1.27		0.97
1993	1.33		1.12
1994	1.30	1,16 ¹	1.10
1995	0.99	0.95	1.12
1996	1.19	1.16	0.98
1997	1.32	0.80	1.03
1998	1.44	0.76	1.05

(1) valor médio entre julho e dezembro de 1994

INDICADORES ESTRUTURAIS E CANAIS DE CONTÁGIO

Tabela 28

	EXPORTAÇÕES + IMPORTAÇÕES EM RELAÇÃO AO PIB		
	Argentina	Brasil	Chile
1990	11.4%	11.2%	53.2%
1991	10.3%	12.9%	47.7%
1992	11.6%	14.4%	45.1%
1993	11.2%	14.8%	42.5%
1994	14.1%	14.2%	43.1%
1995	15.5%	13.7%	49.1%
1996	17.0%	13.1%	46.1%
1997	18.8%	14.1%	44.4%
1998	18.7%	14.0%	42.4%

Tabela 29

	PARTICIPAÇÃO DOS PRODUTOS PRIMÁRIOS NO TOTAL DAS EXPORTAÇÕES		
	Argentina	Brasil	Chile
1990	26.7%	-	-
1991	27.2%	-	-
1992	28.2%	33.5%	65.2%
1993	24.7%	32.7%	61.9%
1994	23.3%	35.7%	61.6%
1995	22.8%	36.1%	63.5%
1996	24.2%	37.8%	63.6%
1997	21.6%	38.2%	65.8%
1998	25.0%	37.5%	-

Tabela 30

	GASTOS COM PESSOAL EM RELAÇÃO À ARRECADAÇÃO TRIBUTÁRIA		
	Argentina	Brasil	Chile
1990	-	57.5%	24.4%
1991	-	54.7%	24.8%
1992	-	49.1%	22.5%
1993	26.3%	53.7%	22.0%
1994	24.2%	61.1%	22.1%
1995	23.4%	72.5%	23.4%
1996	21.7%	80.0%	22.8%
1997	19.7%	65.4%	22.8%
1998	17.0%	62.6%	23.7%

Tabela 31

	GASTOS COM INVESTIMENTO EM RELAÇÃO À ARRECADAÇÃO TRIBUTÁRIA		
	Argentina	Brasil	Chile
1990	-	-	14.6%
1991	-	-	14.6%
1992	-	-	15.6%
1993	5.7%	-	16.4%
1994	3.8%	-	17.6%
1995	2.8%	-	16.3%
1996	2.3%	-	17.3%
1997	2.2%	-	17.5%
1998	2.2%	-	18.7%

Tabela 32

	PARTICIPAÇÃO DO CRÉDITO BANCÁRIO AO SETOR PÚBLICO NO TOTAL		
	Argentina	Brasil	Chile
1990	51.9%	62.6%	35.6%
1991	45.0%	61.3%	30.2%
1992	31.5%	53.5%	22.6%
1993	29.9%	44.1%	19.6%
1994	23.9%	20.7%	13.8%
1995	28.6%	15.4%	10.0%
1996	28.7%	30.5%	7.6%
1997	28.1%	33.3%	5.0%
1998	26.1%	40.1%	7.4%

Tabela 33

	TAXA DE VARIAÇÃO DOS TERMOS DE TROCA		
	Argentina	Brasil	Chile
1990			
1991	3.0%	5.8%	0.4%
1992	5.1%	1.8%	-2.7%
1993	2.9%	1.3%	-8.7%
1994	1.5%	14.0%	15.6%
1995	0.3%	11.1%	15.3%
1996	7.8%	10.8%	-15.5%
1997	-1.3%	-5.2%	3.9%
1998	-4.3%	-1.4%	-11.5%

DADOS TRIMESTRAIS

Tabela 1 A				Tabela 8 A			Tabela 16 A		
BALANÇO DE TRANSAÇÕES CORRENTES TRIMESTRAL EM RELAÇÃO AO PIB				RESERVAS INTERNACIONAIS EM RELAÇÃO ÀS IMPORTAÇÕES MENSAS			TAXAS DE INFLAÇÃO TRIMESTRAL - ÍNDICE DE PREÇOS AO CONSUMIDOR		
	Argentina	Brasil	Chile	Argentina	Brasil	Chile	Argentina	Brasil	Chile
Mar-90				3,8	4,1	5,7			
Jun-90				8,2	5,2	6,6	44,1%	45,7%	5,6%
Sep-90				9,2	4,3	7,4	47,9%	40,8%	8,8%
Dec-90				8,5	3,3	8,6	19,7%	59,3%	5,3%
Mar-91	-0,12%	0,01%	0,23%	7,7	5,0	10,2	51,9%	56,8%	1,7%
Jun-91	0,24%	0,24%	0,82%	5,0	4,6	10,5	11,9%	24,5%	6,3%
Sep-91	0,21%	-0,36%	-0,83%	4,9	3,8	8,9	5,8%	48,0%	4,4%
Dec-91	-0,69%	-0,23%	-0,46%	5,3	3,5	8,5	2,4%	93,4%	5,1%
Mar-92	-0,77%	0,32%	-0,06%	6,4	8,2	9,6	7,5%	86,3%	1,2%
Jun-92	-0,49%	0,63%	0,11%	6,4	11,9	10,0	2,8%	84,1%	3,1%
Sep-92	-0,81%	0,12%	-1,26%	5,9	12,3	9,3	4,3%	85,6%	4,9%
Dec-92	-0,89%	0,51%	-1,10%	6,8	11,5	9,6	2,0%	93,1%	2,9%
Mar-93	-0,67%	-0,02%	-0,92%	9,6	12,3	10,8	2,3%	99,5%	1,1%
Jun-93	-0,30%	0,08%	-1,29%	7,9	11,2	11,1	3,1%	117,0%	3,4%
Sep-93	-0,89%	0,00%	-1,87%	7,6	10,2	10,2	1,2%	135,2%	4,3%
Dec-93	-0,97%	-0,20%	-1,63%	7,5	13,3	10,4	0,6%	154,5%	2,9%
Mar-94	-1,35%	0,08%	-0,67%	8,3	17,4	11,6	0,2%	175,2%	2,5%
Jun-94	-0,80%	0,19%	-1,12%	7,4	16,2	10,9	1,0%	219,8%	2,5%
Sep-94	-1,02%	0,37%	-1,21%	7,2	15,7	10,1	1,8%	9,9%	2,2%
Dec-94	-1,08%	-0,93%	-0,21%	7,1	9,8	11,8	0,8%	7,6%	1,5%
Mar-95	-1,01%	-0,79%	0,62%	6,2	8,7	12,7	0,8%	4,1%	1,8%
Jun-95	0,10%	-0,89%	-0,37%	6,2	6,8	12,7	0,3%	7,4%	2,0%
Sep-95	-0,39%	-0,32%	-1,55%	6,5	10,9	10,8	0,3%	6,0%	3,1%
Dec-95	-0,61%	-0,52%	-0,97%	6,8	12,1	10,3	0,2%	3,9%	1,1%
Mar-96	-0,81%	-0,44%	-0,48%	8,3	14,8	10,4	-0,6%	2,5%	1,5%
Jun-96	-0,15%	-0,55%	-0,57%	7,6	13,6	10,6	-0,1%	4,4%	2,6%
Sep-96	-0,57%	-0,77%	-1,89%	6,7	12,1	10,4	0,6%	1,7%	0,8%
Dec-96	-0,84%	-1,38%	-2,24%	7,3	10,9	9,6	0,1%	1,1%	1,5%
Mar-97	-1,04%	-0,84%	0,49%	8,3	13,1	11,7	0,4%	1,5%	1,7%
Jun-97	-0,68%	-1,02%	-0,79%	7,5	10,9	11,8	-0,2%	2,6%	0,8%
Sep-97	-1,12%	-0,95%	-1,96%	7,2	10,7	11,0	0,3%	-0,6%	1,9%
Dec-97	-1,27%	-1,37%	-2,56%	7,5	9,7	10,2	-0,2%	1,3%	1,5%
Mar-98	-1,50%	-0,77%	-1,18%	8,4	12,8	10,7	0,9%	-0,2%	1,0%
Jun-98	-0,87%	-1,06%	-1,39%	8,1	15,2	10,6	0,1%	1,3%	0,9%
Sep-98	-1,30%	-1,19%	-1,95%	8,4	11,6	9,8	0,3%	-2,4%	1,3%
Dec-98	-1,25%	-1,51%	-0,86%	9,7	8,4	12,1	-0,6%	-0,5%	1,4%

Gráfico 1

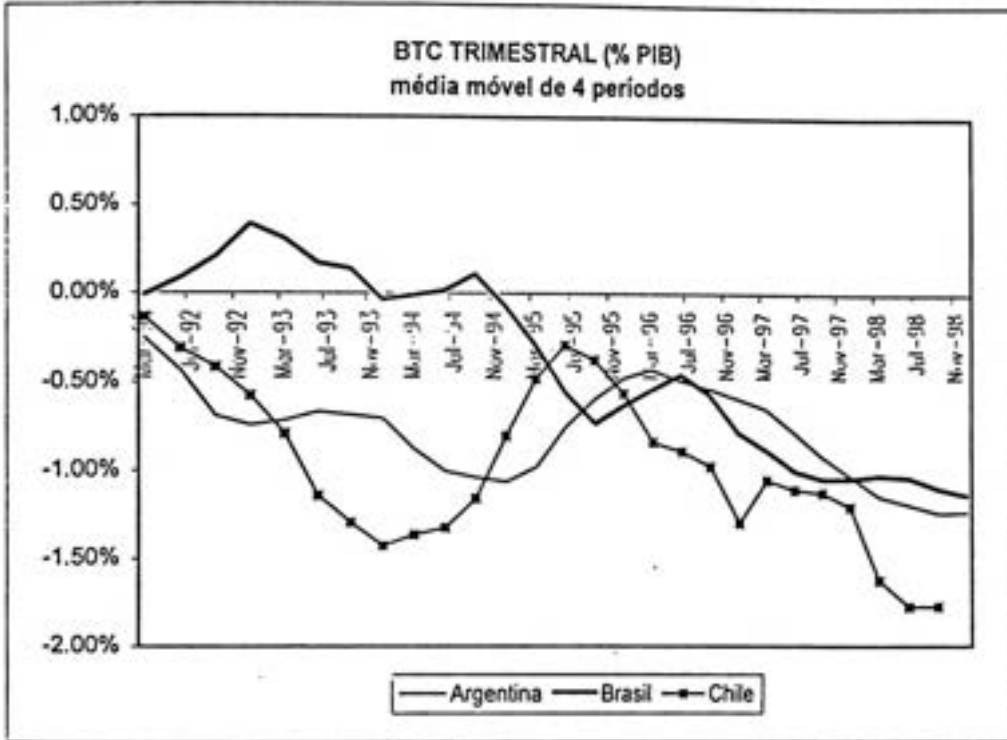


Gráfico 2

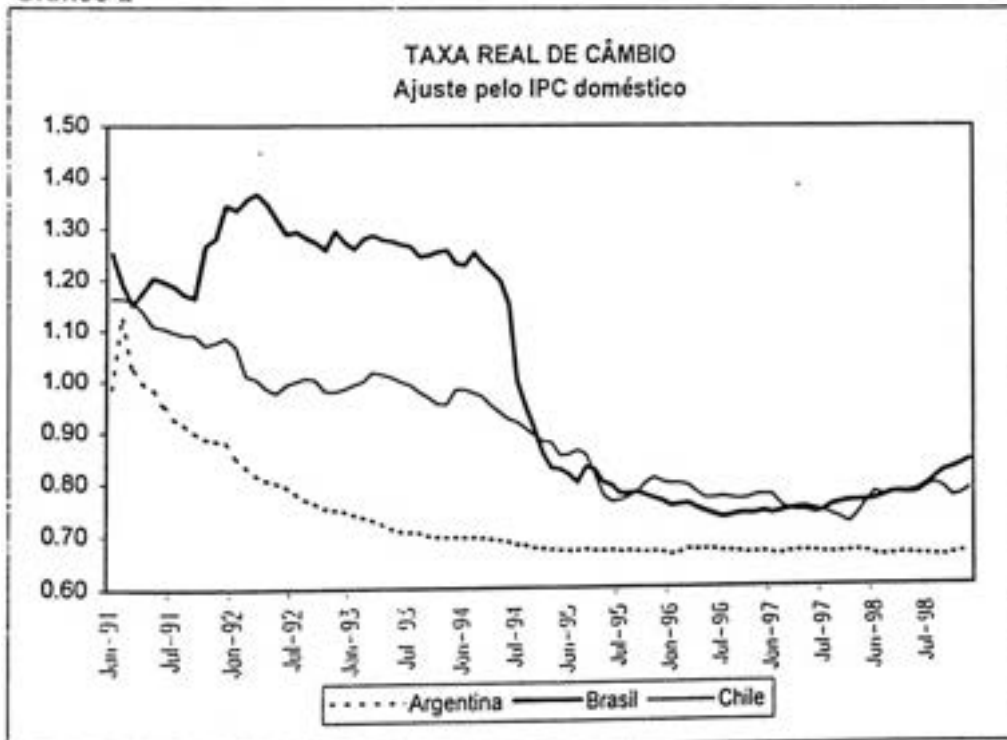


Gráfico 3

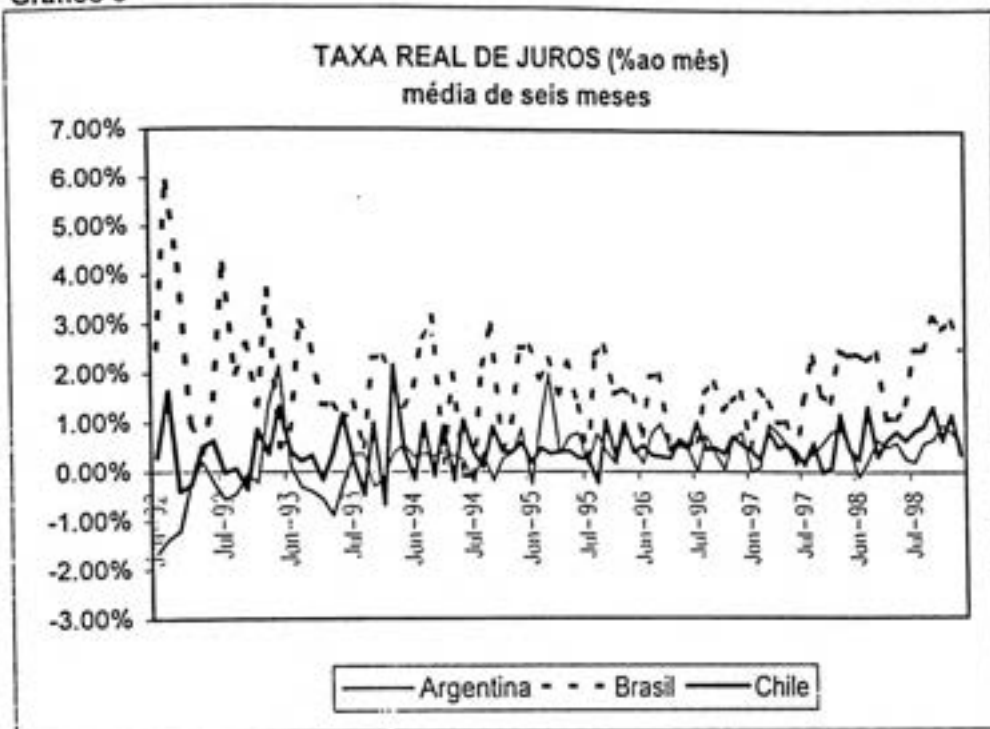
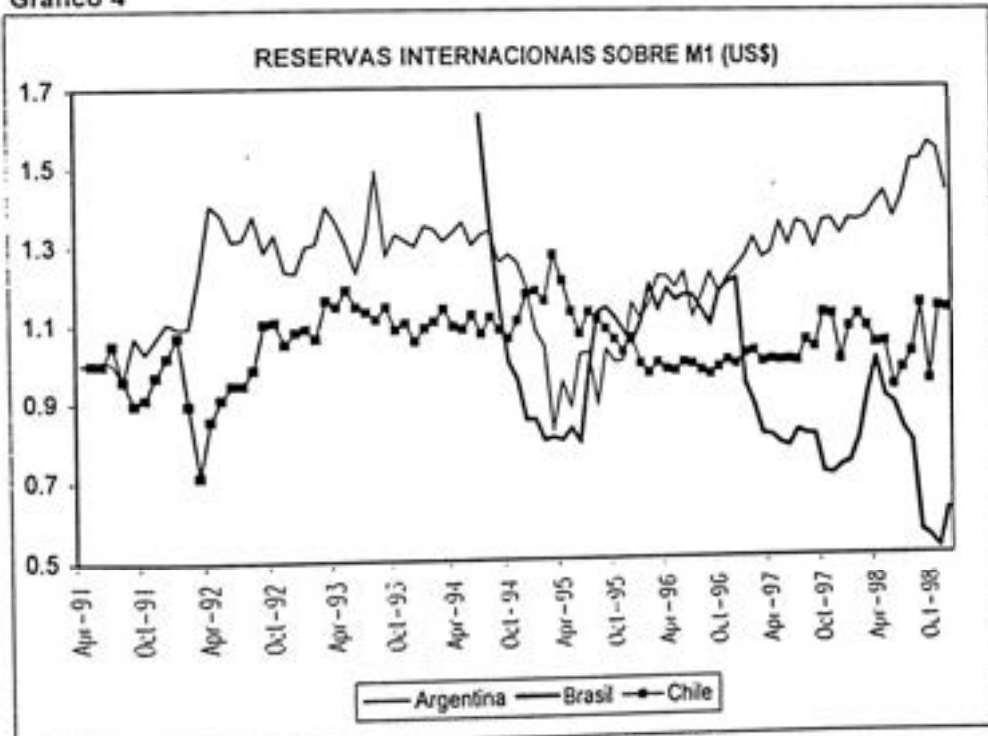


Gráfico 4



Obs: Brasil: base = mai/91 para Argentina, out/94 para Brasil e 1991 para Chile

Gráfico 5

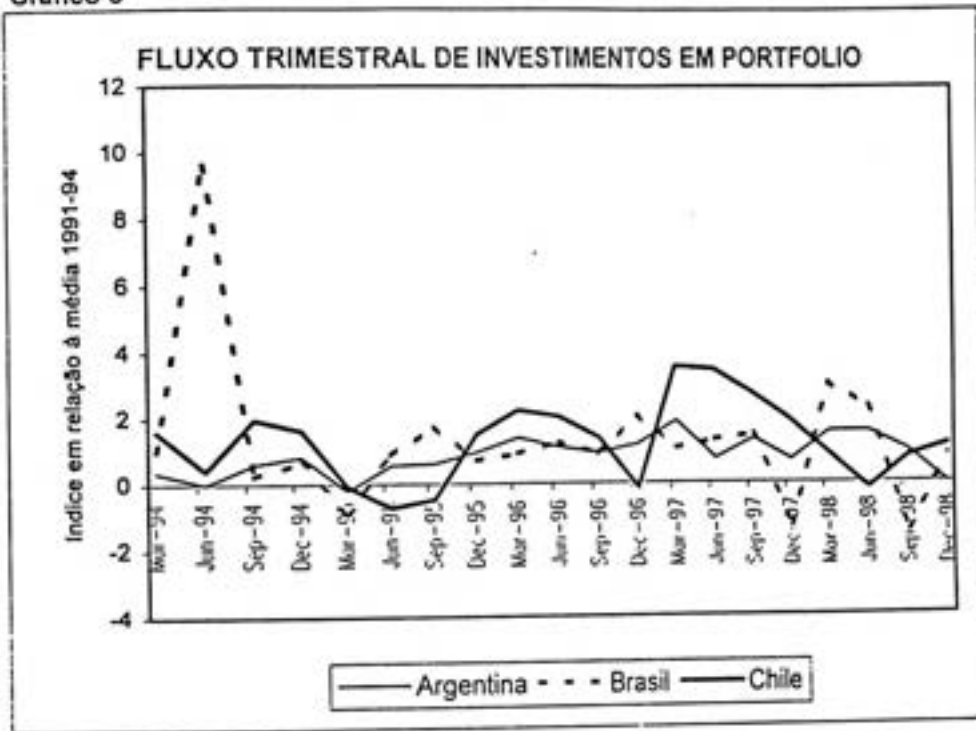


Gráfico 6

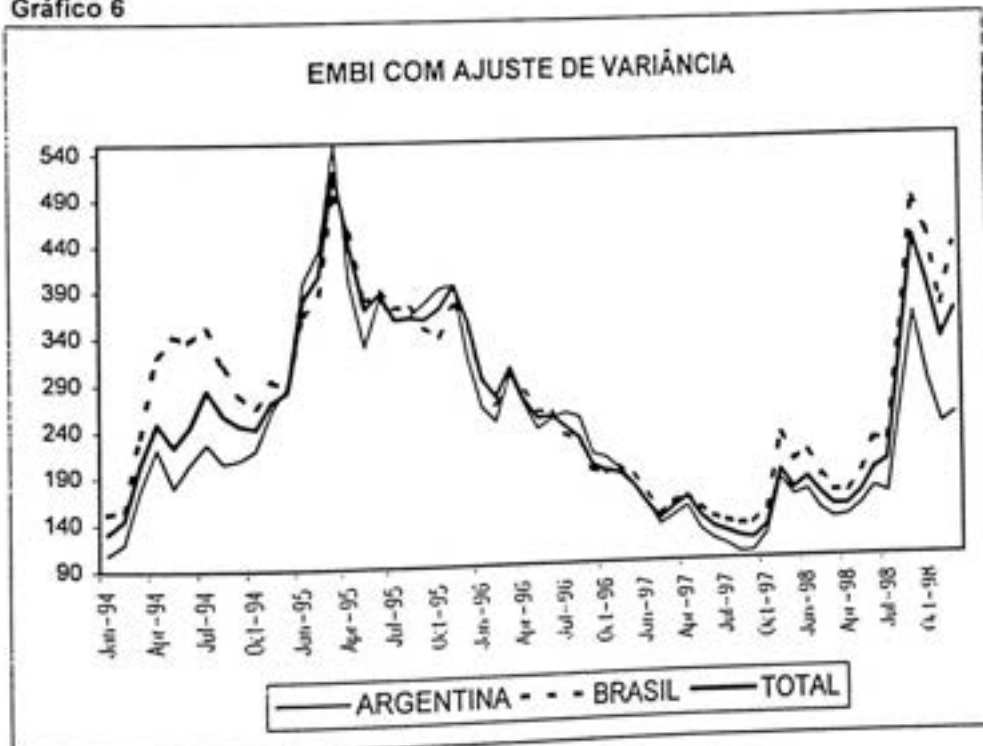


Gráfico 7 - A

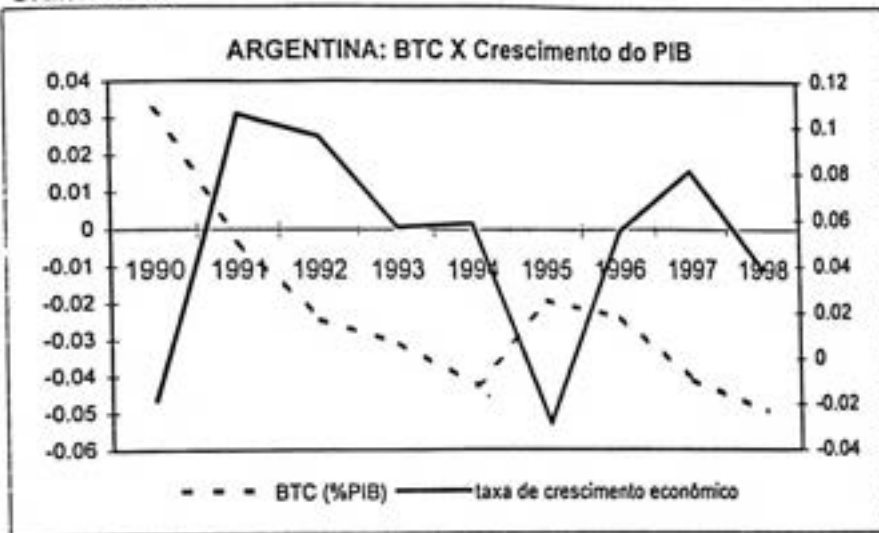


Gráfico 7 - B

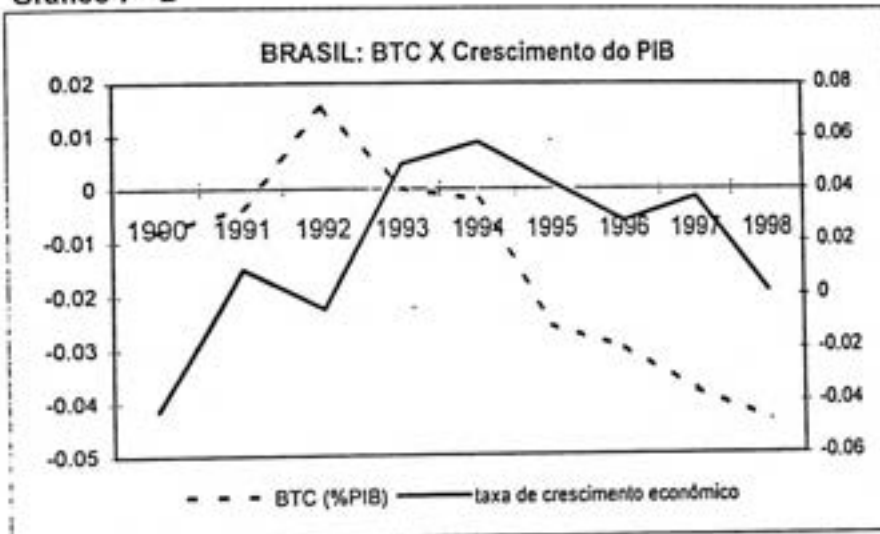


Gráfico 7 - C

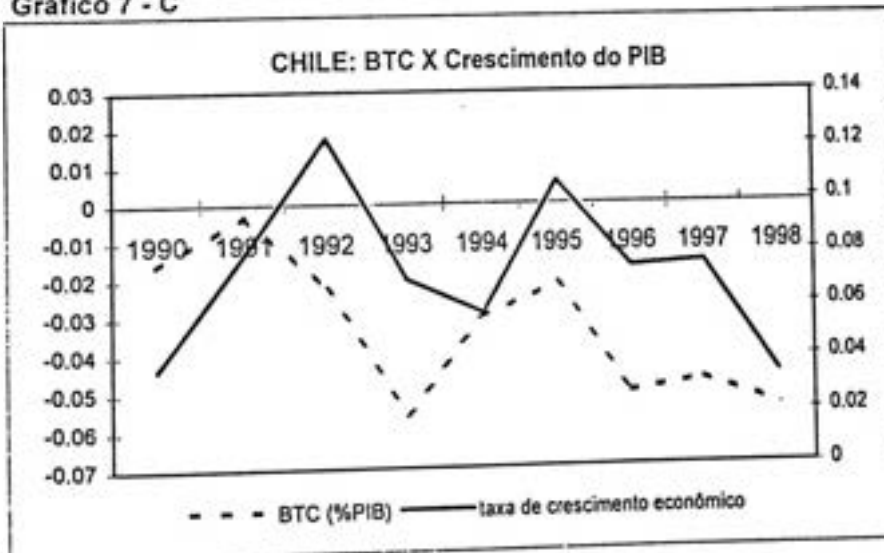


Gráfico 8 - A

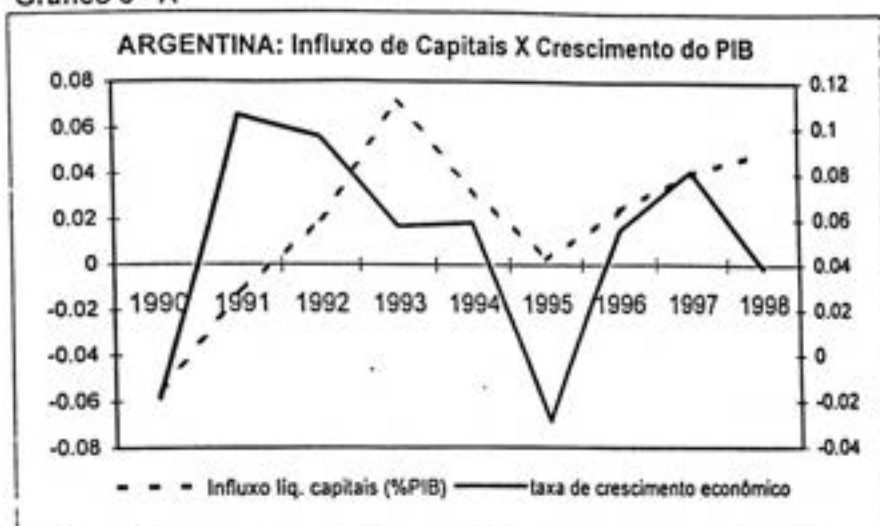


Gráfico 8 - B

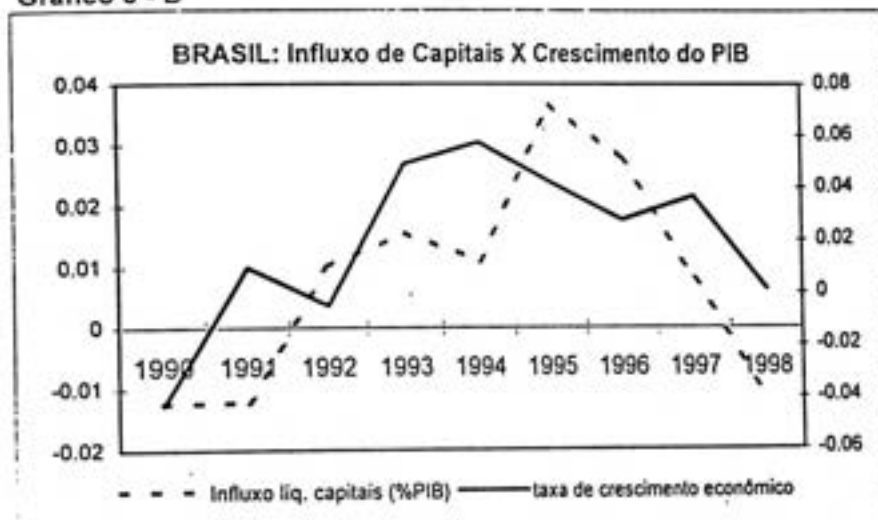


Gráfico 8 - C

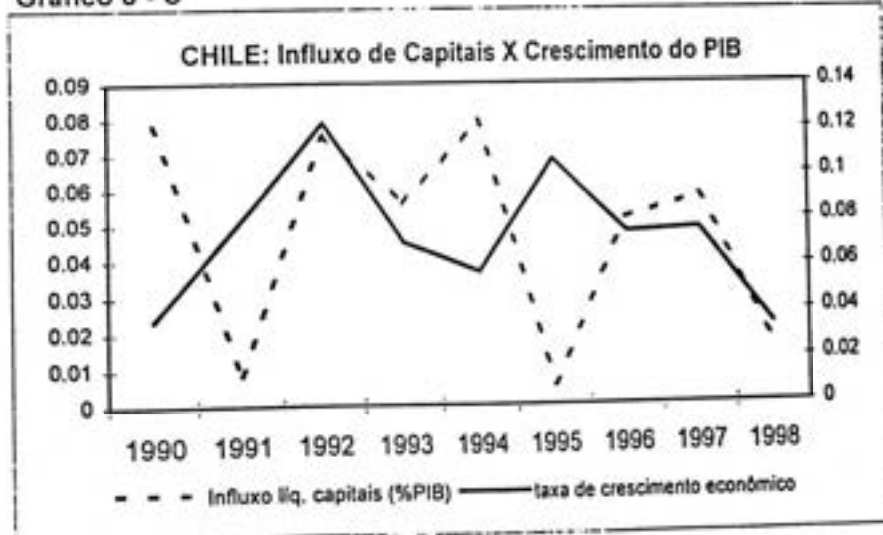


Gráfico 9 - A

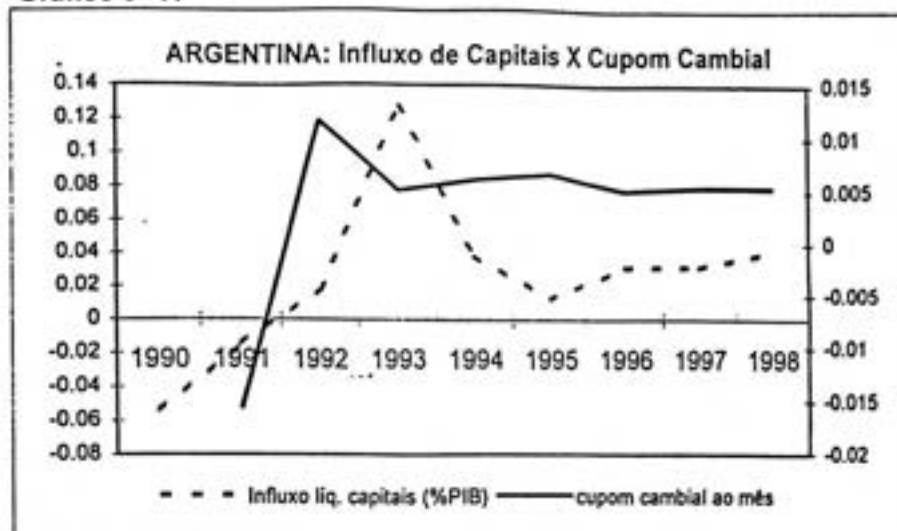


Gráfico 9 - B

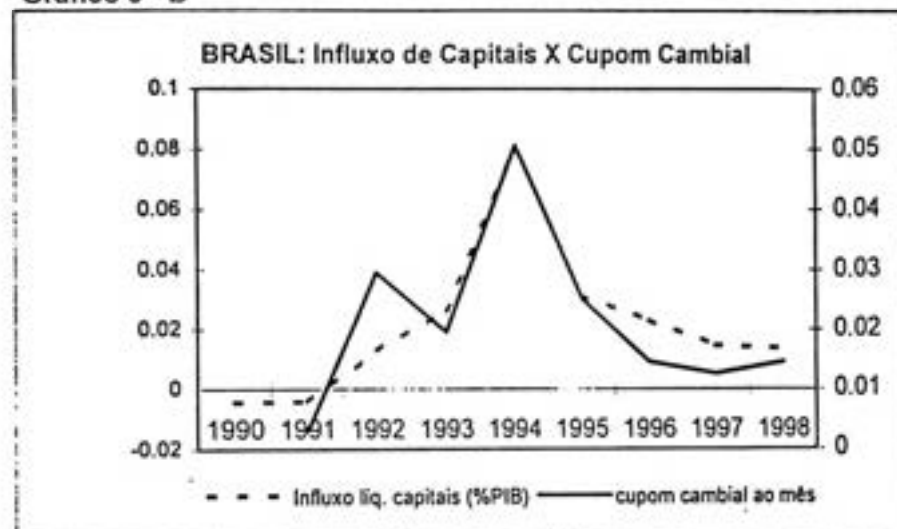
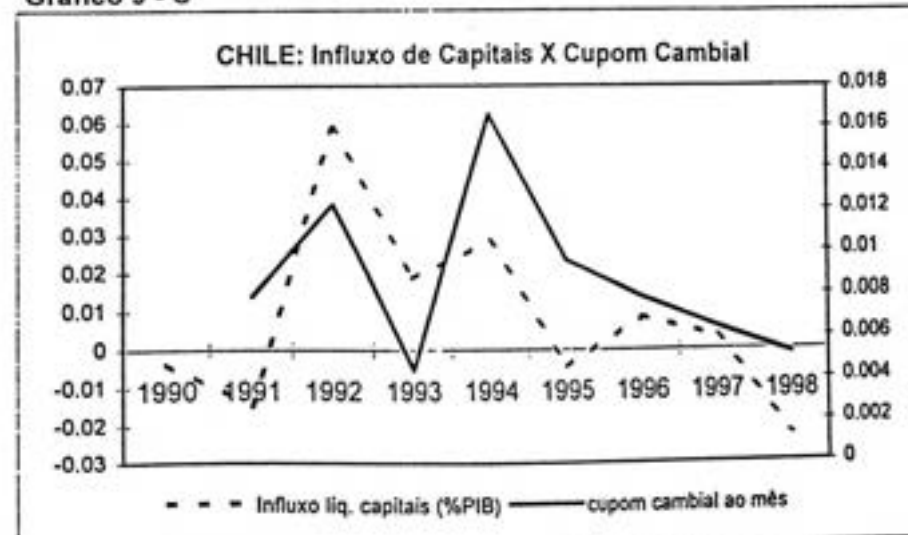


Gráfico 9 - C



OBS: influxo de capitais: investimento liq. de investimento em portfolio e outros investimentos bancários