

"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](mailto:bibfea@usp.br) para que possamos tomar as providências cabíveis (remoção da tese ou dissertação da BDTD)."

T 038.031  
G 034p  
0.1

Universidade de São Paulo  
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade  
Departamento de Economia

02 31

NAO CIRCULA

# O PLANO REAL E A EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL SOBRE POLÍTICAS DE ESTABILIZAÇÃO

## VOLUME I

WAGNER THOMAZ DE AQUINO GUERRA JÚNIOR

Tese Apresentada à Faculdade de Economia,  
Administração e Contabilidade (FEA-USP), para a  
obtenção do título de Doutor em Economia.

Orientador: Professor Maurício Barata de Paula Pinto

FEA - USP - S B U  
Sec. Administração e Proc. Técnicos  
DATA DE DEFESA 07/02/97

São Paulo  
Junho de 1996

7537

Guerra Júnior, Wagner Thomaz de Aquino  
O Plano Real e a Experiência Internacional sobre  
Políticas de Estabilização / Wagner Thomaz de  
Aquino Guerra Júnior. São Paulo, 1996.  
2 volumes: Volume I (291)p. Volume II (371)p.  
Total: (662)p.

Tese - Doutorado - Faculdade de Economia,  
Administração e Contabilidade da USP.  
Orientador: Maurício Barata de Paula Pinto

1. Brasil - Política Econômica 2. Estabilização  
Econômica 3. Estabilização Econômica - Brasil  
4. Inflação e Deflação - Brasil I. Título.  
CDD 338.981 - 339.5

T338.981 G934p v.1

T75437



20600019097



Powered by RfidProStar - [www.rfidprocess.com.br](http://www.rfidprocess.com.br)

Aos amados "Seu" Wagner, Dona Ilda,  
Warner, Netinho e Adriana.

## AGRADECIMENTOS

Esta tese é uma tentativa de entender um pouco da complexidade das terapias antiinflacionárias. Durante este esforço de estudo e iniciação aos aspectos práticos da política econômica, recebi muitas influências e contei com a colaboração de muitas pessoas, nos campos pessoal e técnico. Sou grato a todas, mas algumas eu gostaria de destacar, lembrando que elas não são responsáveis por falhas ou erros remanescentes.

Inicialmente, ao meu orientador, Professor Maurício Barata de Paula Pinto, devo um grande exemplo de dedicação à vida acadêmica, e sou muito grato pela confiança e empenho que demonstrou, mesmo nas horas mais difíceis de meu programa de pós-graduação.

Durante minha fase de estudos contei com o suporte financeiro e material da FIFE, da CAPES e do CNPq. Na fase monográfica, uma bolsa da Fundação Rioschi Sasakawa e uma licença remunerada concedida pelo Banco Central do Brasil foram fundamentais nas fases iniciais do trabalho. Neste sentido, sou grato à chefia do Departamento Econômico do BCB pelo empenho na obtenção de minha liberação. Um agradecimento especial vai a meu colega e amigo Nelson Carneiro, que desempenhou com muita disposição a função de meu orientador técnico junto ao Programa de Treinamento do Banco Central do Brasil (PAT-1994). O Sr. Gercy, do BCB/DEPES, merece um agradecimento pela sua atenção ao bom andamento do módulo de pós-graduação do PAT, enquanto o pessoal da DEBRA/REDOC e da gráfica foram essenciais na edição da tese.

Uma dose enorme de gratidão vai para Martus Antônio Rodrigues Tavares e Andrea Sandro Calabi, ambos do Ministério do Planejamento e Orçamento, e que com sua compreensão e apoio viabilizaram a conclusão de meu trabalho. Tenho aprendido com Martus o quão gratificante é compatibilizar a formação acadêmica com o horizonte do economista junto ao governo.

Desde os meus estudos em Uberlândia-MG, contei com a torcida e a ajuda dos Prof. Nilton Andrade Cunha Chaves, Manuel José Forero Gonzalez, Mário Tinoco da Silva, e Vitor Alberto Matos. Já em São Paulo, vários Prof. da

USP foram importantes em diversas fases do meu programa de pós-graduação: Álvaro Zini, Ana Maria Bianchi, Décio Kadota, João Sayad, José Carlos de Souza Santos, José Roberto Mendonça de Barros, Juan Moldau, Roberto Macedo, Sílvia Schor e Simão Silber. Agradeço os comentários dos Prof. Ivo Torres e Paulo de Tarso P. L. Soares no exame de qualificação.

Minha passagem no IPE/USP foi gratificante, o que não teria sido possível sem a presença e a amizade de Conceição, Nanci, Sandra, Marcela e Victória, da Coordenação da pós. Aos colegas do mestrado e do doutorado do IPE, mesmo correndo o risco de esquecer alguém, gostaria de agradecer: Celso Gondo, Ricardo “Mexicano”, R. Suganuma, R. Nagamine, Eliezer Diniz, Roberto Guena, Dante, Júlio Pires, Carlos Bacha, Elson “Baiano”, Sérgio “Chileno”, Marcos “Xodó”, Mário Ribeiro, Reinaldo, Laura, Chico Anuatti, Amaury Gremaud, Bento, Tatiane, Ana Castelo, Bender, Roberto Vermulm, Saulo, Bedê, Carla, Miriam, Jamil, Braga, João Marques e Josué.

Algumas das fontes para o estudo da literatura nacional e internacional sobre políticas de estabilização foram obtidas com a ajuda de: Eliana Cardoso, Carmen Reinhart do FMI, Leonardo Leiderman e Sylvia Piterman do Banco de Israel, Eduardo Fernandes e Luis Gustavo da Matta Machado, ambos do BCB. Conteí com o apoio constante de Hélio Gomes Rebello (“Helinho”), da Diretoria de Assuntos Internacionais do BCB, que inclusive viabilizou meu contato com alguns trabalhos do acervo pessoal de Gustavo Franco. A gentil contribuição de Iveraldo Sampaio de Souza, do BCB/DEPEC, e de Maria de Cássia Morais, companheira e amiga da SPE/MF, foram essenciais para a composição dos anexos de legislação aqui apresentados.

Dada a peculiaridade do tema, este estudo tornou-se um prolongamento de minha vida profissional. Assim, não posso deixar de agradecer o carinho, confiança e apoio de todos os colegas de trabalho: no Banco Central do Brasil em São Paulo, tanto na Divisão de Fiscalização I, como na Consultoria de Estudos e Pesquisas Econômicas, onde este trabalho começou a nascer; no Departamento Econômico do BCB, em Brasília, inclusive junto ao pessoal da DIBAP; e, por último, na Assessoria Econômica,

junto ao Gabinete do Ministro e à Secretaria Executiva do MPO, onde encontrei condições favoráveis para finalizar esta jornada.

As angústias da condução do plano foram divididas com os colegas da SPE/MF e do Banco Central (BSB e REPEC-SP), nas reuniões das segundas e quintas-feiras ou nos encontros mensais (SP), onde cabe lembrar: Gesner Oliveira, Marcelo Allain, Mansueto, Rogério Mori, Luiz Carlos (“Machadinho”), Geraldo Pereira Jr, Túlio Maciel, Werter de Macedo, Cláudio Jaloretto, Hugo Ribeiro, Ericson Costa, Altamir Lopes, Fábio Giambiagi, Simão Cirineu, Pedro Henrique, Marta (“companheira”), Pedro Alvim e José Benedito (“Benê”).

Várias pessoas se tornaram importantes pelo seu convívio profissional e pessoal com o autor e influência no trabalho: Carlos Eduardo de Freitas, Carlos Mussi, Eduardo Lundberg, Eduardo Paulillo, Lauro Hayashi, Otávio Damaso, Roberto Shoji Ogasavara, Vicente Diniz e Virgínio Santos Neto.

O trabalho com os dados contou com a ajuda de: Cláudia e Marlene Brito da ASSEC, de Ilânio, Patrick e Plínio da Secretaria Executiva/MPO, de Dudu, Rogério e Bruno do GABMIN/MPO. Sou grato às secretárias da ASSEC: Amasili, Marileide, Sandra, Marlene Feliciano, Célia, Carmita e à Dona Lúcia.

A vida nas grandes cidades não é fácil, mas ficou mais alegre e interessante com a amizade de: Fabiana e Paulo Pichetti, Eliani e Antônio Paulo Klapka, Mary e Paulo Bontempo, Pedro João, Sérgio Ishikawa, Agnaldo e Goreti, Márcio Nakane, Lúcio Barbosa, Peggy Beçak, Sylvana, Sérgio Soares, Doralice, Eliane, Rita de Cássia e Elinete, Maria do Carmo (“Dudu”), Ademir, Adriana Sales, Adelaide, e dos inesquecíveis “partners” Flávio, Marcelo, Gilson e Humberto. Também devo lembrar o apoio de José Geraldo dos Santos e Félix Pilli (lamentavelmente falecidos), Maria José Domingues, Eudes de Miranda, Pedro e Elizeth, Márcia Nabão e as D. Adélia e Janete.

Por fim, agradeço a paciência e ajuda de todos os servidores e departamentos, da USP, FEA-USP e FIPE, especialmente: a Biblioteca da FEA-USP (em particular D. Zélia, Sandra Rodovalho e Luciene), do Banco Central do Brasil em Brasília e da ASBAC(SP); a Secretaria da Comissão de Pós-Graduação da FEA-USP, em especial Valéria, Cida e Clarisse.

“Está claro assim que a manutenção da estabilidade monetária requererá muito bom senso e clarividência, e que os ganhos até aqui obtidos só poderão ser preservados através de contínua vigilância”. (KLOPSTOCK, Fred H. Monetary Reform in Western Germany, *Journal of Political Economy*, 57(4), august. 1949, p. 292, logo após a estabilização obtida na Alemanha em junho de 1948).

## SUMÁRIO DO PRIMEIRO VOLUME

### CONTEÚDO DO VOLUME I

p.

<b>Lista de Tabelas do Volume I</b> .....	xix
<b>Lista de Quadros do Volume I</b> .....	xxii
<b>Resumo</b> .....	xxiii
<b>Abstract</b> .....	xxiv
 <b>INTRODUÇÃO</b> .....	 1
 <b>CAPÍTULO 1: AS POLÍTICAS DE ESTABILIZAÇÃO NOS CASOS DE ALTA INFLAÇÃO</b> .....	 5
<b>1.1. OS PROCESSOS INFLACIONÁRIOS EM GERAL</b> .....	6
1.1.1. As Inflações Moderadas.....	7
1.1.2. A Persistência Inflacionária nos Casos de Inflação Crônica.....	10
1.1.3. Aceleração Inflacionária nos Anos 80: Da Inflação Crônica à Inflação Extrema.....	12
<b>1.2. OS PROCESSOS HIPERINFLACIONÁRIOS E SEUS FINAIS</b> .....	18
1.2.1. A Origem e o Desenvolvimento dos Processos Hiperinflacionários.....	18
1.2.2. O Final das Hiperinflações.....	22
1.2.3. Os Custos das Hiperestabilizações.....	27
1.2.4. Política Monetária e Estabilização.....	28
1.2.5. As Mudanças de Regime e a Noção de Credibilidade.....	30

1.3. PROCESSOS INFLACIONÁRIOS CRÔNICOS E A INFLAÇÃO EXTREMA .....	33
1.3.1. A Definição e a Dinâmica das Inflações Altas .....	33
1.3.2. Aspectos de Economia Política e Distribuição Ligados às Inflações Altas.....	42
1.3.2.1. Por que as Estabilizações São Postergadas ? .....	42
1.3.2.2. Efeitos Distributivos da Inflação e das Políticas Convencionais .....	46
1.4. A INFLAÇÃO COMO FENÔMENO FISCAL E O SOBREENDIVIDAMENTO ....	49
1.4.1. A Inflação como Fenômeno Fiscal .....	49
1.4.2. O Sobreendividamento .....	51
1.5. A DINÂMICA DA ECONOMIA COM UMA ÂNCORA CAMBIAL OU MONETÁRIA .....	56
1.5.1. Introdução.....	57
1.5.2. A Dinâmica da Economia com uma Âncora Cambial ou Monetária .....	59
1.5.3. Hipóteses Explicativas para as Trajetórias sob uma Âncora Cambial ou Monetária.....	63
1.5.4. Âncoras Nominais Clássicas e a Estabilização: Principais Resultados e Fatos Estilizados.....	70
1.5.4.1 Âncora Cambial .....	70
1.5.4.2 Âncora Monetária .....	74

<b>1.6. COORDENAÇÃO DE EXPECTATIVAS E AS POLÍTICAS</b>	
<b>HETERODOXAS .....</b>	<b>77</b>
1.6.1. A Origem e a Lógica dos Mecanismos de Coordenação de	
Expectativas .....	78
1.6.1.1. Inflação Inercial e a Origem dos Mecanismos de Coordenação de	
Expectativas .....	78
1.6.1.2. Os Problemas de Coordenação na Transição para a Estabilidade	
e a Lógica das Políticas de Rendas .....	82
1.6.2. As Opções em Termos de Políticas Heterodoxas .....	85
1.6.2.1. Pactos Sociais e Controles Diretos sobre Preços e Salários .....	85
1.6.2.2. As Políticas de Incentivo Tributário e Sincronização Salarial .....	89
1.6.2.3. As Moedas Indexadas ou Moedas de Valor Constante.....	91
1.6.3. O Enfoque de Âncoras Múltiplas .....	100
1.6.4. Alguns Efeitos dos Programas Heterodoxos e a Dinâmica de	
Preços Relativos .....	106
<b>1.7 ALGUMAS LIÇÕES A PARTIR DA EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL.....</b>	<b>111</b>
1.7.1. Lições para o Combate às Inflações Extremas .....	111
1.7.2. Aspectos Gerais e Finais sobre as Âncoras Nominais.....	116
<b>CAPÍTULO 2. ALGUMAS EXPERIÊNCIAS E LIÇÕES DE OUTROS</b>	
<b>PLANOS DE ESTABILIZAÇÃO .....</b>	<b>125</b>
<b>2.1. QUESTÕES DE TAXIONOMIA E CRITÉRIOS DE ESCOLHA.....</b>	<b>126</b>
<b>2.2. O PROGRAMA BOLIVIANO DE 1985 .....</b>	<b>130</b>
2.2.1. Antecedentes e Aspectos da Dinâmica Hiperinflacionária .....	131
2.2.2. O Programa de Estabilização e os Resultados Iniciais .....	135
2.2.3. Consolidação do Plano, Custos e Aspectos Estruturais.....	137

2.3. A EXPERIÊNCIA DE ESTABILIZAÇÃO EM ISRAEL: 1985 .....	142
2.3.1. Antecedentes ao Programa de Estabilização Israelense .....	142
2.3.2. A Estrutura do Plano de Julho de 1985 .....	143
2.3.3. Resultados e Desdobramentos Principais do Plano Israelense .....	148
2.3.4. As Políticas Monetária e Creditícia e o Ajuste Estrutural.....	154
2.3.5. A Política Cambial e a Consolidação da Estabilidade de Preços .....	157
2.4. ESTABILIZAÇÃO NO BRASIL PÓS-1964: A EXPERIÊNCIA DO PAEG .....	161
2.4.1. Antecedentes e Diagnóstico do Plano de Estabilização.....	161
2.4.2. A Estrutura do Básica do Programa .....	167
2.4.3. A Gestão e os Resultados Principais .....	170
2.4.4. Interpretações sobre a Estrutura e o Sucesso do Programa.....	172
2.5. O PROGRAMA MEXICANO DE 1987 .....	180
2.5.1. Os Antecedentes do Plano de Estabilização.....	180
2.5.2. O Pacto de Estabilização de 1987 e os Resultados Iniciais .....	183
2.5.3. A Flexibilização dos Preços Relativos e os Desafios Estruturais .....	191
2.5.4. A Convergência para a Estabilidade e os Dilemas da Ancoragem Cambial .....	198
2.6. A EXPERIÊNCIA DE ESTABILIZAÇÃO NO CHILE, 1975-1988 .....	208
2.6.1. Âncora Monetária e Ajuste Fiscal: 1973-1976.....	208
2.6.2. Ancoragem Cambial Gradualista: 1978-1982.....	212
2.6.3. A Experiência após 1984: Combate Paulatino à Inflação com Sustentabilidade Externa e Crescimento.....	215

<b>2.7. COMBATE À INFLAÇÃO NA ARGENTINA: O FINAL DOS ANOS</b>	
<b>SETENTA E O PLANO DE CONVERTIBILIDADE DE 1991 .....</b>	<b>220</b>
2.7.1. A Fase Monetarista: 1976-1978 .....	220
2.7.2. A Experiência com a “Tablita”, 1978-1982: Antecedentes, Estrutura e Resultados.....	223
2.7.3. O Final dos Anos Oitenta e os Antecedentes do Plano de Convertibilidade.....	224
2.7.4. O Programa de 1991 e Sua Lógica .....	228
2.7.5. A Convergência para a Estabilidade e os Desafios para a Sustentabilidade Externa.....	237
<b>2.8. UMA PERSPECTIVA A PARTIR DAS EXPERIÊNCIAS EXAMINADAS .....</b>	<b>245</b>
2.8.1. A Natureza Geral dos Processos e das Terapias.....	247
2.8.2. A Complexa Questão da Ancoragem Nominal .....	255
2.8.3. Coordenação de Expectativas, Política Fiscal e Reformas Estruturais.....	262
<b>BIBLIOGRAFIA PARA CONSULTA .....</b>	<b>270</b>

## SUMÁRIO DO PRIMEIRO VOLUME

### CONTEÚDO DO VOLUME II

**Lista de Tabelas do Volume II.....xiv**

**Lista de Gráficos do Volume II.....xvi**

### **CAPÍTULO 3. AS POLÍTICAS ECONÔMICAS NO PLANO REAL E SEUS**

**ANTECEDENTES.....292**

#### **3.1. OS LIMITES DA POLÍTICA MONETÁRIA NA FASE**

**ANTECEDENTE.....293**

**3.1.1. A Política Econômica no Contexto Gradualista.....293**

**3.1.2. A Natureza e os Condicionantes da**

**Política de Juros Elevados.....297**

**3.1.3. A Atuação do BC num Contexto de Política Monetária Defensiva.....302**

**3.1.4. Implicações de um Regime de Política Econômica**

**Hiperinflacionário.....307**

#### **3.2. OS DILEMAS NA CONDUÇÃO DAS POLÍTICAS CAMBIAL**

**E MONETÁRIA SOB MOBILIDADE DE CAPITAIS.....311**

**3.2.1. A Retomada dos Fluxos de Capitais para a América Latina.....311**

**3.2.2. Alternativas Principais para a Política Econômica.....320**

**3.2.3. A Política Econômica e a Resposta aos Fluxos de Capitais.....330**

**3.2.4. O Caso Brasileiro: Considerações Gerais.....333**

3.3. O PLANO REAL: GESTÃO E RESULTADOS PRINCIPAIS .....	338
3.3.1. A Estrutura do PAI e do Plano Real .....	339
3.3.2. Gestão Conjuntural e Resultados do Plano Real .....	344
3.3.3. Alguns Esforços para a Consolidação dos Resultados do Real .....	369
3.4. A POLÍTICA CAMBIAL NO PLANO REAL .....	374
3.4.1. Aspectos Teóricos da Determinação da Taxa Cambial em Economias Abertas.....	374
3.4.1.1. A Colocação do Problema.....	374
3.4.1.2. A Determinação das Taxas de Câmbio e Juros em uma Economia Aberta com Mobilidade de Capitais .....	376
3.4.1.3. Um Exercício Envolvendo a Suposição de um Choque Monetário Expansionista.....	378
3.4.2. A Política Cambial do Plano Real e o Ingresso de Capitais Externos.....	381
3.4.2.1. Câmbio Flexível e Capitais Estrangeiros nos Anos 90.....	381
3.4.2.2. A Recolocação do Dilema dos Capitais Estrangeiros no Plano Real .....	386
3.4.3. A Política Cambial do Real: Vantagens e Desvantagens .....	389
3.4.3.1. A Abordagem Agressiva com Apreciação Nominal do Real .....	389
3.4.3.2. A Sistemática de Bandas Cambiais e os Limites da Atual Política Cambial .....	398
3.4.3.3. Ancoragem Flexível e Convergência Inflacionária.....	404

<b>3.5. AS POLÍTICAS MONETÁRIA E CREDITÍCIA</b>	
<b>DO PROGRAMA .....</b>	<b>410</b>
3.5.1. As Metas Quantitativas Iniciais e o Seu Papel .....	410
3.5.2. O Arrocho Monetário e Creditício e Seus Limites .....	415
3.5.3. A Base Monetária Ampliada: Sinalização do Novo Regime ? .....	420
3.5.4. Uma Apreciação Crítica da Programação Monetária no Plano Real .....	425
3.5.5. A Natureza e as Limitações da Política Monetária no Plano Real .....	431
3.5.6. Uma Agenda para a Retomada da Política Monetária .....	441
<b>3.6. CREDIBILIDADE, AJUSTES MACROECONÔMICOS E PREÇOS RELATIVOS NO PLANO REAL.....</b>	<b>447</b>
3.6.1. A Política Econômica no Plano Real: Os Esforços para Manter Reputação e Construir Credibilidade .....	447
3.6.2. A Lógica do Ajuste Macroeconômico no Plano Real.....	455
3.6.3. A Dinâmica de Preços Relativos e o Ajuste Estrutural .....	459
3.6.3.1. Preços Relativos num Modelo Macroeconômico de Dois Setores .....	462
3.6.3.2. Relação Câmbio-Salário e Ajuste Estrutural no Plano Real .....	464
3.6.4. O Horizonte para a Consolidação do Real .....	470
 <b>ANEXO A. UM RESUMO DA LEGISLAÇÃO CAMBIAL</b>	
<b>NOS ANOS 90.....</b>	<b>476</b>

<b>ANEXO B. PRINCIPAIS NORMATIVOS DO PLANO DE AÇÃO</b>	
<b>IMEDIATA (PAI) E DO PLANO REAL.....</b>	<b>516</b>
<b>ANEXO C. PLANO REAL: QUADROS ESTATÍSTICOS GERAIS.....</b>	<b>565</b>
<b>CAPÍTULO 4. CONSIDERAÇÕES FINAIS: O PLANO REAL E A</b>	
<b>EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL.....</b>	<b>623</b>
4.1. A Estrutura Flexível do Plano Real.....	624
4.2. As Políticas Econômicas no Plano Real e seus Dilemas .....	628
4.3. As Bases Teóricas e sua Relação com a Estrutura do	
Programa.....	632
4.4 A Estabilização como um processo: A Perspectiva	
do Plano Real .....	635
<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>641</b>

## LISTA DE TABELAS DO VOLUME I

p.

Tabela 1. Crise dos Anos 80: Inflação e Endividamento em Países Selecionados, 1980-1985 .....	13
Tabela 2. Inflação Alta e Hiperinflação: Países Selecionados, 1970-1991 .....	14
Tabela 3. Indicadores Econômicos para Alguns Casos de Hiperinflação .....	24
Tabela 4. Hiperinflações Clássicas e Latino-Americanas .....	38
Tabela 5. Características das Hiperinflações Europeias.....	39
Tabela 6. Hiperinflações Latino-Americanas: Indicadores .....	40
Tabela 7. Indicadores Econômicos para a Bolívia: 1980-1986 .....	132
Tabela 8. Hiperinflação e Estabilização na Bolívia: 1982-1987 .....	133
Tabela 9. Índices de Salário Real: Bolívia, 1982-1986 .....	140
Tabela 10. Indicadores Econômicos: Israel, 1980-1989 .....	144
Tabela 11. Produto por Empregado, Salário Real Bruto e Líquido em Israel: 1980-1986 .....	147
Tabela 12. Agregados Monetários e Creditícios em Israel, 1985-1988 .....	149
Tabela 13. Custo Real Anual do Crédito Bancário em Israel, 1984-1988.....	150
Tabela 14. Salário, Câmbio e Preços Relativos em Israel: 1986-1989.....	151
Tabela 15. Composição Setorial da Variação do IPC e do Emprego em Israel: 1986.....	153
Tabela 16. Preços por Atacado no Brasil - Indústria e Agricultura, 1961-1968 .....	162
Tabela 17. Brasil: Empréstimos Bancários ao Setor Privado em Termos Reais, 1960-1971 .....	163

Tabela 18. Índices de Liquidez Real no Brasil: 1960-1968 e	
Consumo de Energia Elétrica .....	164
Tabela 19. O Déficit Público e seu Financiamento no Brasil, 1951-1970 .....	166
Tabela 20. Salário Mínimo Real e Custo Unitário da Mão-de-Obra: Brasil, 1960-1968.....	169
Tabela 21. Empréstimos ao Setor Privado em Termos Reais e	
Taxa de Juros no Brasil, 1964-1966.....	173
Tabela 22. Resultado Fiscal no México, 1980-1994 .....	181
Tabela 23. México: Indicadores Seleccionados.....	182
Tabela 24. México: Composição do Produto Interno Bruto, 1985-1994 .....	188
Tabela 25. Poupança e Investimento no México, 1988-1994 .....	189
Tabela 26. Inflação e Evolução da Taxa de Câmbio no México, 1991-1995.....	190
Tabela 27.1. México: Agregados e Indicadores Monetários, 1989-1993 .....	192
Tabela 27.2. México: Agregados e Indicadores Monetários, 1993-1994 .....	193
Tabela 28. Taxas de Juros no México: 1989-1995 .....	195
Tabela 29. Proteção Tarifária no México: 1982-1992 .....	201
Tabela 30. México: Financiamento do Déficit em Conta Corrente, 1993-1994.....	204
Tabela 31. Composição do Endividamento Interno no México, 1989-1994.....	206
Tabela 32. Indicadores Gerais da Economia Chilena: 1971-1983.....	209
Tabela 33. Indicadores Macroeconômicos: Chile, 1960-1988 .....	210
Tabela 34. Chile: Situação Econômica Recente, 1987-1994.....	217
Tabela 35. Indicadores Gerais para a Economia Argentina: 1971-1983 .....	222
Tabela 36. Argentina: Variação dos Índices de Preços, 1986-1995 .....	226
Tabela 37. Evolução das Contas Públicas na Argentina, 1991-1995 .....	229

Tabela 38.1. Variação Mensal dos Índices de Preços na Argentina: 1991-1992 ...	230
Tabela 38.2. Variação Mensal dos Índices de Preços na Argentina: 1993-1995....	233
Tabela 39. Argentina: Principais Indicadores Econômicos, 1990-1995 .....	234
Tabela 40. Argentina: Evolução das Taxas de Juros Passivas, 1991-1992 .....	235
Tabela 41. Evolução das Taxas de Juros Passivas na Argentina, 1990-1995 .....	236
Tabela 42. Balanço de Pagamentos da Argentina, 1990-1995 .....	238
Tabela 43. Argentina: Indicadores de Preços Relativos, 1991-1995 .....	239
Tabela 44. Inflação Acumulada na Argentina sob o Plano de Convertibilidade.....	241
Tabela 45. Argentina: Evolução das Variáveis Nominais de Abril/1991 a Setembro/ 1994 .....	243

**LISTA DE QUADROS DO VOLUME I**

Quadro 1. Principais Características de Sete Hiperinflações Europeias.....	19
Quadro 2. Planos de Estabilização: Uma Classificação Preliminar.....	128
Quadro 3. México: Regime Cambial no Passado Recente .....	184-185

## RESUMO

O objetivo desta tese é construir uma visão crítica do Plano Real. Nos dois capítulos iniciais, abordaremos a experiência e a literatura nacional e internacional sobre políticas de estabilização. Por fim, apresentamos uma descrição da estrutura e das fases do Plano Real, bem como de seus resultados, analisando as políticas cambial, monetária e creditícia implementadas.

Argumentamos que a formulação do Plano Real dá uma resposta original para a coordenação das expectativas inflacionárias, e que a trajetória das variáveis macroeconômicas durante o programa não é caracterizada por formas rígidas, como em casos típicos de uma âncora cambial ou monetária.

Apesar dos eventuais ganhos com a adoção de uma estrutura flexível, o Plano Real sofre das limitações trazidas pela ambiguidade quanto à definição dos regimes monetário e cambial. Identificado inicialmente com um sistema de câmbio flexível com política monetária ativa, o programa parece ter aderido a uma versão híbrida, especialmente após a crise mexicana do início de 1995. Assim, a tensão gerada pela convivência entre as semi-âncoras monetária e cambial, e a ausência de uma política fiscal contracionista, parecem trazer um custo social mais elevado para a redução da inflação.

Em suma, não obstante o aparente êxito cristalizado na redução dos índices inflacionários para 20% anuais, o Plano Real, no horizonte temporal examinado, foi incapaz de superar os dilemas de política econômica prevaescentes na fase que o antecedeu, não logrando criar uma âncora nominal sustentável para a economia brasileira.

Sugerimos que a atual fase, de convergência gradual da inflação para um dígito anual, constitui um complexo processo de adaptação institucional, onde os riscos tendem a ser elevados quando a política cambial é sobreutilizada, ou seja, caso a recuperação das políticas monetária e fiscal não avance na velocidade e magnitude requeridas.

## ABSTRACT

This thesis aims to build a critical analysis of the Real Plan. In the first two chapters, the theoretical aspects discussed in the literature about stabilization policies and the experiences of other countries are examined. Finally, we present the structure and results of the Real Plan, and discuss the exchange, monetary and credit policies adopted.

We conclude that the plan gives an original answer to the problem of coordination of expectations and relative prices, and that the main economic variables do not follow a rigid pattern, showing a different dynamics in comparison to monetary or exchange rate anchors alternatives.

In spite of the gains from flexibility, The Real Plan show the limitations brought about by the ambiguity related to monetary and exchange rate regime choice. At the beginning, the program seems to involve flexible exchange rates and targets for monetary aggregates, but soon after the Mexican crisis the structure has changed to a mixed one. In this option, monetary and exchange rate semianchors has conflicted, and the fiscal policy has not been tight, so that a higher social cost to reach stable prices has resulted.

In sum, although the apparent success bringing inflation to 20% annually, The Real Plan fails to surpass the tradeoff associated with the conduction of monetary and exchange rate policies when foreign capital is abundant. It means that a new nominal anchor to the monetary system has not been created.

We suggest that the present state of affairs, in which the government manage the transition to one digit annual inflation, constitutes a complex process of institutional change, where the risks involved are big, specially when the exchange rate policy is overcharged, that means monetary and fiscal policies do not improve adequately or sufficiently to lead the stabilization effort.

## INTRODUÇÃO

O objetivo desta tese é construir os fundamentos para uma visão crítica do Plano Real. Analisaremos as bases teóricas e as políticas econômicas implementadas, especialmente as políticas monetária e cambial, e sua adequação para assegurar o sucesso do programa, em termos de obter a estabilidade de preços com menor custo social. Vários serão os eixos pelos quais o assunto será focalizado, enfatizando-se o exame da literatura nacional e internacional sobre políticas de estabilização, a análise de programas implementados em outros países, e os dilemas observáveis na gestão econômica brasileira que antecedeu o Plano Real.

Nos dois capítulos iniciais, examinaremos a experiência e a literatura nacional e internacional sobre o assunto. No capítulo 1, fazemos uma discussão de aspectos conceituais, procurando distinguir as políticas de estabilização recomendadas para economias que viveram processos de inflação crônica, extrema e hiperinflação. Daremos destaque aos aspectos principais ligados à especificação de programas para o combate aos processos de inflação crônica e extrema.

Neste sentido, discutiremos os elementos teóricos associados à trajetória de economias onde são adotadas âncoras nominais cambial ou monetária. O emprego de mecanismos de coordenação das expectativas inflacionárias será analisado, bem como a alternativa associada ao enfoque de âncoras múltiplas que, embora seja mais flexível, padece das limitações potenciais ligadas à inconsistência entre as respectivas semi-âncoras.

No segundo capítulo, apresentamos um sumário da experiência de seis países: Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Israel e México, com o objetivo de construir um referencial para a análise da estabilização em países com inflação extrema, como o Brasil dos anos 90, e obter pontos para contraste e comparação com o Plano Real.

No terceiro capítulo, discutiremos aspectos da política econômica brasileira recente, com ênfase nos antecedentes e na configuração das políticas monetária e cambial. Inicialmente, abordamos as limitações da política monetária implementada no passado recente. Por outro lado, avaliamos as alternativas para a política econômica, diante da retomada dos fluxos de capitais internacionais voluntários, ressaltando as características da combinação de políticas adotadas pelo Brasil. Sugerimos que a articulação entre as políticas monetária e cambial praticadas até junho de 1994 não era sustentável, sendo a superação dos dilemas envolvidos um dos critérios perseguidos na avaliação do Plano Real.

A fim de subsidiar a discussão dos aspectos analíticos, apresentamos uma descrição da estrutura e das fases mais marcantes da gestão das políticas econômicas, bem como dos resultados do programa. Focalizaremos o primeiro ano após a reforma monetária do Plano Real, realizada em julho de 1994. Tal restrição temporal, muito útil em função do volume crescente de material sobre o assunto, não traz perdas para nossos propósitos. Finalizamos esse capítulo com a discussão dos elementos teóricos, bem como das questões específicas relacionadas às políticas cambial, monetária e creditícia praticadas durante o Plano Real.

O capítulo final consolida o núcleo da tese, ao retomar os aspectos analíticos e descritivos mais importantes dos três capítulos anteriores. Para configurar uma visão crítica do Plano Real, confrontamos a evolução do programa com os elementos mais marcantes da teoria e da experiência comparada revistos nos dois primeiros capítulos. Ao mesmo tempo, a partir do capítulo 3, indagamos se as opções de política econômica adotadas dão resposta aos dilemas predominantes na fase que antecedeu o programa.

Buscamos também construir uma perspectiva do Plano Real a partir da aplicação da noção de credibilidade. Contrapomos as vantagens da flexibilidade aos custos que a ausência de compromissos e regras claras pode trazer para a credibilidade do programa.

Por outro lado, reavaliamos as opções adotadas, tanto em relação à política de câmbio flexível característica do primeiro semestre do programa, como o anúncio das metas monetárias em julho de 1994, a partir da suposição de que o governo balizou a gestão inicial do plano visando mostrar à sociedade seu compromisso com a estabilização dos preços. Neste caso, as autoridades buscaram dar continuidade à tentativa de obter reputação, iniciada em meados de 1993, com o anúncio de que o programa então em gestação não faria intervenções nos preços e contratos.

A partir das questões teóricas discutidas nos dois capítulos iniciais, reconhecemos que a formulação do Plano Real dá uma resposta original para a coordenação das expectativas inflacionárias, e que a trajetória das principais variáveis macroeconômicas durante o programa não é caracterizada por

formas rígidas, como em experimentos onde seja predominante uma âncora cambial ou monetária.

Apesar dos ganhos potenciais e reais com a adoção de uma estrutura flexível, argumentamos que o Plano Real sofre das limitações trazidas pela ambiguidade quanto à definição dos regimes monetário e cambial. Identificado inicialmente com um sistema de câmbio flexível com política monetária ativa, o programa parece ter aderido a uma versão híbrida, especialmente após a crise mexicana do início de 1995. Nesta estrutura, a tensão gerada pela convivência entre as semi-âncoras monetária e cambial, e pela ausência de uma política fiscal contracionista, parece ter resultado num custo social relativamente mais elevado para a redução da inflação.

Enfim, não obstante o aparente êxito cristalizado na redução dos índices inflacionários para 20% anuais, o Plano Real, no horizonte temporal examinado, foi incapaz de superar os dilemas de política econômica prevaescentes na fase que o antecedeu, não logrando criar uma âncora nominal sustentável para a economia brasileira.

Após a fase de gestão conjuntural, nos primeiros 12 meses após a reforma monetária, administra-se a convergência gradual da inflação para um dígito anual, e a adaptação estrutural da economia à estabilidade de preços. Contudo, a experiência internacional sugere que tal empreitada constitui um complexo processo de mudança, onde os riscos tendem a ser elevados quando a política cambial é sobreutilizada, ou seja, caso a recuperação das políticas monetária e fiscal não avance na velocidade e magnitude requeridas.

## **CAPÍTULO 1. AS POLÍTICAS DE ESTABILIZAÇÃO NOS CASOS DE ALTA INFLAÇÃO**

Apresentamos neste capítulo uma visão sobre a natureza dos vários processos inflacionários, explorando a sua diversidade para o estudo das políticas de estabilização, com ênfase na busca de estratégias eficazes nos casos de inflação crônica e extrema, relevantes para a experiência brasileira recente.

Neste sentido, o item 1.1 apresenta um panorama amplo sobre a questão do combate à inflação, a partir do qual as políticas convencionais são apresentadas como terapia adequada para as situações de inflação moderada. Por outro lado, introduz-se a problemática da inflação crônica e da aceleração inflacionária motivada por choques externos, vivida por vários países da América Latina, inclusive o Brasil, e por Israel na década de 80.

Em seguida procuramos extrair os aspectos mais importantes das experiências hiperinflacionárias, retomando alguns pontos ressaltados na literatura sobre o seu final, e explorando eventuais desdobramentos para o combate às inflações altas, processos que, diferentemente das hiperinflações, parecem não apresentar uma clara tendência explosiva. Ainda a partir das hiperestabilizações, são analisados aspectos mais específicos, como a relação entre estabilização e reforma fiscal, o papel da política monetária e das taxas de juros, e a importância da noção de credibilidade e da idéia de mudança de regime de política econômica.

O item 1.3 aprofunda a discussão sobre as inflações altas, distinguidas como processos inflacionários crônicos ou extremos, explorando alguns aspectos de economia política associados às estabilizações deste tipo de fenômeno.

Uma digressão sobre a natureza fiscal dos processos inflacionários e a questão do sobreendividamento é feita no item 1.4, onde discute-se a necessidade ou oportunidade para a adoção de soluções não-convencionais para os problemas de sobreendividamento governamental ("debt overhang"). No restante do capítulo destacamos os elementos associados à formulação de programas de estabilização para lidar com as inflações altas.

Neste sentido, o item 1.5 contém uma discussão sobre os efeitos da adoção de uma âncora cambial ou monetária. As alternativas heterodoxas, ligadas ao uso de mecanismos de coordenação das expectativas inflacionárias, bem como ao enfoque de âncoras múltiplas, são discutidas no item 1.6. Um resumo dos pontos principais associados à experiência internacional de combate à inflação, e à questão das âncoras nominais, encerra o primeiro capítulo.

### **1.1. OS PROCESSOS INFLACIONÁRIOS EM GERAL<sup>1</sup>**

Uma observação inicial diz respeito às visíveis diferenças entre os processos inflacionários, tanto em relação à intensidade, quanto à persistência no tempo, sendo lícito considerar estas variações na definição e análise das políticas voltadas para a obtenção da estabilidade de preços. Embora esta seja a problemática de boa parte deste capítulo, este item procura dar uma visão geral e introdutória.

---

<sup>1</sup> Algumas referências úteis para a análise das questões gerais sobre inflação e estabilização são: SIMONSEN(1985), ARIDA & RESENDE(1986), LOPES(1986) e (1989), FRANCO(1988a) e (1995), PEREIRA(1990), BRUNO(1993), GUERRA JÚNIOR(1993), SANTOS NETO(1993) e AMADEO(1994).

### 1.1.1. As Inflações Moderadas

A literatura clássica sobre políticas de estabilização enfatiza a utilização das políticas monetária e fiscal contracionistas, vinculadas a processos inflacionários associados a pressões do lado da demanda, ou seja, seriam situações onde o excesso de demanda nominal pressionaria os preços. A idéia de um excesso de poder de compra sobre a oferta aparece associada a um volume expandido de meios de pagamento, sendo que o foco comumente citado de expansão monetária é o desequilíbrio do setor público.

A inflação pode ser vista também da ótica dos custos. Neste caso, os aumentos de insumos importados ou salários são geralmente responsabilizados pela pressão inicial sobre os preços. A partir de certo ponto, generalizam-se os repasses da elevação do custo de vida aos demais salários e aos preços de outros insumos, ganhando a inflação certa autonomia, de modo que os nexos de demanda e custos tendem a se misturar, ou seja, a subida de salários e lucros realimenta a demanda nominal da economia. Desta forma, o grau de rigidez das taxas de inflação tende a crescer, seja através da formação das expectativas inflacionárias, ou da indexação formal e informal dos salários e contratos em geral.

Quando as pressões inflacionárias atingem determinada magnitude, estar-se-ia diante de um dilema mais agudo, envolvendo a adoção de políticas monetária e cambial acomodatórias ou a aceitação dos efeitos reais associados a reduções nos níveis de produção e de emprego. O sancionamento das pressões inflacionárias conduziria a uma expansão dos agregados monetários e/ou uma desvalorização cambial episódica, de modo a compensar os efeitos da deterioração do poder de compra da moeda sobre a

competitividade externa do país. Neste caso, os efeitos negativos sobre a atividade econômica e o emprego seriam evitados a curto prazo<sup>2</sup>.

Com exceção de fenômenos pouco típicos, como as hiperinflações européias da primeira metade do século, bem como de episódios isolados decorrentes de mudanças políticas agudas, a preferência quanto a políticas antiinflacionárias para processos de inflação moderada, ou seja, até algo como 20-30% anuais, concentra-se na opção gradualista, em contraposição ao tratamento de choque<sup>3</sup>, o que pode estar associado à idéia de diluir o custo social e político da estabilização.

No entanto, mesmo no caso de um ataque à inflação de natureza gradualista, a ação das políticas monetária e fiscal pode fazer que a demanda nominal caia mais rapidamente que os custos, conduzindo a economia a um período de transição, quando o produto e o emprego se contraem<sup>4</sup> de forma a quebrar o circuito de realimentação inflacionária.

Dependendo então do tamanho e da persistência da inflação, ou do seu grau de inércia, o custo da estabilização pode ser mais ou menos elevado. No entanto, é razoável considerar que em sociedades nas quais os níveis de inflação são moderados, tais custos não devem ser excessivos, já que as práticas de convivência com a deterioração da moeda não estão arraigadas.

---

<sup>2</sup> Utilizando a linguagem convencional, podemos dizer que esta relação será dominante no curto prazo, mas que a curva de Phillips de longo prazo tende a ser vertical, ou seja, efeitos reais só poderão ser obtidos temporariamente e através de taxas de inflação crescentes.

<sup>3</sup> O caso do Chile no período 1973-1976, analisado no capítulo 2, apesar das controvérsias, parece caracterizar o recurso a uma opção de tratamento de choque, embora isto possa ser justificado pela aceleração vertiginosa da inflação, que apontava na margem para mais de 350% anuais no início da década de 70.

<sup>4</sup> Nos termos da macroeconomia Novo-Clássica, mesmo que a política deflacionária fosse não anunciada, os custos reais deveriam ser reduzidos caso as expectativas se ajustassem rapidamente. Para que o ajustamento suscitasse oscilações no equilíbrio real da economia, haveria duas possibilidades: ou admite-se a existência de inércia e credibilidade imperfeita ou aceita-se a presença de fricções e elementos de rigidez que impeçam o equilíbrio de mercado ("market clearing"). Assim, a curva de Phillips não seria totalmente vertical, ou seja, não seria verificada a hipótese da taxa natural de desemprego. Cf. DORNBUSCH, Rudiger & FISCHER, Stanley.[1987]. *Macroeconomics*. McGraw-Hill, 4.<sup>th</sup> ed., 1987, capítulo 14.

Assim, a experiência histórica, quer em países desenvolvidos, quer em países da América Latina, enfatiza a elevação transitória da taxa de desemprego como custo da estabilização, em geral, relativamente suportável<sup>5</sup>.

Já as hiperinflações<sup>6</sup>, pelo menos no que diz respeito aos casos clássicos<sup>7</sup>, embora constituam processos radicalmente mais intensos, também podem ser tratados através de instrumentos convencionais, mas geralmente aplicados sob a forma de tratamento de choque. Em suas fases finais, a convergência de preços relativos cresce, à medida que a formação de preços em geral com base nas expectativas (“forward-looking”), associada com a indexação vinculada aos mercados cambiais e financeiros, vai tornando-se dominante. Paralelamente, as correções de preços com base na inflação passada perdem significado. Deste modo, a adoção de um programa ortodoxo pode levar a um rápido ajuste das expectativas inflacionárias, configurando assim um padrão de estabilizações bruscas e com custos suportáveis<sup>8</sup>.

Assim, os processos de inflação baixa e moderada, ou as ocorrências de um surto inflacionário repentino ou mesmo uma hiperinflação, desde que não exista uma tradição de forte rigidez inflacionária, podem ser tratados através de medidas convencionais, em geral com custos suportáveis.

---

<sup>5</sup> SARGENT(1986) analisa as estabilizações realizadas nos EUA e na Inglaterra ao final dos anos 70 e início dos anos 80, chegando a uma conclusão mais forte nesta direção, consistente com a Escola Novo-Clássica.

<sup>6</sup> Trata-se de processos explosivos e intensos de deterioração da moeda, que envolvem geralmente o completo colapso do sistema monetário. A título de ilustração, BRUNO(1993), p. 08, rodapé 10, lembra o caso da Grécia em 1944, onde a taxa mensal de inflação em dezembro atingiu 85 milhões de pontos percentuais. Uma abordagem geral e simples do tema encontra-se em LOPES(1989) e BARBOSA(1993).

<sup>7</sup> Sobre o fenômeno da hiperinflação em geral, veja SIKLOS(1990). Discutiremos adiante a possibilidade de existir uma diferença marcante entre as hiperinflações clássicas, ocorridas em países sem tradição inflacionária, e os casos vivenciados por países de tradição inflacionária, como Brasil e Argentina. Uma formulação desta diferenciação aparece em KIGUEL & LIVIATAN(1992c).

<sup>8</sup> Cf. SARGENT(1988). Tal visão será qualificada na seção 1.2. O enfoque de Sargent aponta para a aplicação da terapia ortodoxa a processos inflacionários de qualquer natureza. Uma visão moderada, mas na mesma direção, criticando a idéia de inércia inflacionária e a importância de combatê-la, está em MELTZER(1994).

### 1.1.2. A Persistência Inflacionária nos Casos de Inflação Crônica

Existem sociedades nas quais existe maior tolerância para com a inflação, ou onde as condições econômicas favorecem a perpetuação de focos de pressão inflacionária. Estes podem estar ligados a diversas origens, como à inadequação do padrão de financiamento do investimento privado e/ou dos gastos públicos, ou à existência de choques de oferta ou tensões na estrutura de preços relativos.

No entanto, a tendência para permitir que estas pressões ganhem relativa autonomia não é imediata, sendo talvez o resultado de um complexo processo de interação, onde atuam elementos de natureza econômica, social e política.

Pode-se considerar que quanto mais incipiente o sistema de representação ou quando inexiste uma coalizão de forças que viabilize o combate à inflação, a tendência predominante será na direção de introduzir-se gradualmente mecanismos que facilitem a convivência dos diversos setores com a redução do poder de compra da moeda.

Uma inflação entre 10% e 100% anuais, mas que pode apresentar-se estável em níveis intermediários por vários anos, pode ser considerada como um caso de inflação crônica<sup>9</sup>, ou seja, onde a tendência para a realimentação inflacionária é dominante, postergando ou inibindo uma iniciativa de ataque incisivo para baixá-la de maneira sustentável para o patamar de um dígito anual.

---

<sup>9</sup> MELTZER(1994) faz uma crítica a esta noção baseando-se no fato de inexistir uma definição mais precisa e adequada de inflação crônica. Devemos frisar que mais importante que a magnitude das taxas observadas é a natureza dos mecanismos de adaptação institucional vigentes.

BRUNO(1993) refere-se a um dos mais conceituados estudos sobre as inflações crônicas<sup>10</sup>. Pazos analisou os casos da Argentina, Brasil, Chile e Uruguai, no período 1949-1970, tendo verificado a presença de taxas anuais de inflação de 20-30% por mais de uma década, exceto por raros picos de 70-90% ao ano<sup>11</sup>. O analista parece ter notado a presença de diversas características, como a existência de mecanismos institucionais para neutralizar os custos da inflação, contribuindo para a sua perpetuação. Entre estas práticas, cabe citar os ajustamentos da taxa cambial e a correção dos contratos mais longos com freqüência no mínimo anual.

Assim, desde os anos 50 pode-se conceber casos na América Latina marcados pela presença de indexação de preços e salários juntamente com acomodação monetária. Mas a terapia para estes casos assemelhava-se à utilizada nos casos de inflação moderada, acima mencionada.

No entanto, surgiram dificuldades em vários países da América Latina, já nas décadas de 60 e 70, tanto para obter reduções significativas e duradouras nas taxas de inflação, como para evitar os custos sociais da opção gradualista.

Programas mais elaborados, como o PAEG (1964-1966) aplicado no Brasil, administraram melhor a estabilização, através da sincronização entre correções nos fatores de demanda e de custos, obtida pela combinação de controle de demanda e coordenação de expectativas inflacionárias. No entanto, não houve uma opção por trazer a inflação permanentemente ao nível de um dígito anual<sup>12</sup>.

---

<sup>10</sup> Trata-se de PAZOS, Felipe.[1972]. *Chronic Inflation in Latin America*. Praeger, New York, 1972 apud BRUNO(1993) pp. 10-11.

<sup>11</sup> Como os casos da Argentina e Uruguai em 1959, com 114% e 125% anuais, respectivamente. Cf. BRUNO(1993) p. 8.

<sup>12</sup> Sobre o PAEG, que será analisado no capítulo 2, veja MORAES(1987).

Por outro lado, o plano aplicado na Argentina (1967-1970)<sup>13</sup> pelo ministro Krieger Vassena, utilizou mais fortemente a ancoragem cambial, optando pela convergência ao patamar inflacionário do mundo desenvolvido, mas não logrou sucesso, tendo o país vivido ciclos de aceleração inflacionária ao longo da década de 70.

A Tabela 1 ilustra o fenômeno conhecido como inflação crônica, ao indicar que a taxa de inflação anual média no período 1965-1980, em alguns países da América Latina e em Israel, foi substancialmente maior que nos países desenvolvidos. Curiosamente, no mesmo período, o Brasil foi o único país a apresentar crescimento da renda per-capita maior que a média dos países desenvolvidos e em desenvolvimento. Assim, com exceção de Bolívia e México, os países listados na Tabela 1 parecem ter vivido processos de inflação crônica antes da década de 70.

### **1.1.3. Aceleração Inflacionária nos Anos 80: Da Inflação Crônica à Inflação Extrema**

No entanto, ao longo da década de 80, foi possível notar que em certos países a estabilidade da inflação crônica passou a ser questionada. A tabela 1 mostra a elevação da inflação no período 1980-1985, quando tiveram lugar choques externos significativos, gerando decréscimo na renda per-capita e elevação no endividamento. Os países da América Latina selecionados, inclusive o Brasil, tiveram performance desfavorável, mesmo em relação à média de 50 países em desenvolvimento. Ademais, as três últimas colunas da Tabela 2 mostram a persistência das altas taxas de inflação, especialmente no Brasil, Argentina e Israel.

---

<sup>13</sup> A respeito deste programa, veja CUKIERMAN, KIGUEL & LIVIATAN(1992), bem como VÉGH(1992) pp. 644-45 e p. 673. VÉGH(1992) reporta que o Uruguai implementou em 1968 um programa semelhante, embora com congelamento de preços similar ao utilizado na década de 80, sem também obter sucesso. Cf. pp. 644-645.

**TABELA 1**  
**CRISE DOS ANOS 80: INFLAÇÃO E ENDIVIDAMENTO EM PAÍSES SELECIONADOS**  
**1980 - 1985 <sup>1/</sup>**

País	Inflação Média Anual <sup>2/</sup>	Cresc. Médio PIB Per Capita	Varição na Dívida Total <sup>3/</sup>
BOLÍVIA	569 (16)	-7,3 (2,0)	45 (93)
ARGENTINA	343 (78)	-3,0 (1,7)	36 (48)
ISRAEL	196 (25)	-0,1 (3,8)	22 (81)
BRASIL	148 (31)	-1,0 (6,3)	18 (31)
PERU	99 (21)	-3,9 (1,2)	38 (51)
MÉXICO	62 (13)	-1,8 (3,2)	25 (30)
CHILE <sup>4/</sup>	22 (80)	-2,1 (1,6)	n.d.
Média de 50 Países em Desenvolvimento <sup>5/</sup>	57 (21)	-0,6 (4,0)	18 (28)
Média dos Países da OCDE <sup>5/</sup>	8 (6)	1,7 (3,2)	n.d.

1/ As médias para o período 1965-1980 aparecem entre parênteses.

2/ Medida pelo deflator implícito do PIB.

3/ Incremento da dívida no período 1980-1985, medido como proporção do PIB, e em relação ao endividamento total (% do PIB) em 1980, mostrado entre parênteses.

4/ A taxa de inflação entre parênteses é a média do período 1963-1980. A taxa de crescimento do PIB entre parênteses é a média do período 1960-1980. Fonte: BRUNO (1993) p.16.

5/ De acordo com as publicações World Debt Tables e World Development, do Banco Mundial. Todas as informações são médias ponderadas pelo tamanho do país, exceto a variação na dívida total.

Fonte: BRUNO (1993) p.3.

**TABELA 2**  
**INFLAÇÃO ALTA E HIPERINFLAÇÃO: PAÍSES SELECIONADOS, 1970-1991**

País	Inflação Mensal Média		Taxa Mensal Máxima <sup>1/</sup>	Nº de Meses com Inflação > 50% <sup>2/</sup>	Nº de Anos com Inflação Anual > 100%		
	1970-1979	1980-1985			1986-1991	1970-1979	1980-1991
	BOLÍVIA	1,4			18,5	1,7	9 (16)
ARGENTINA	6,8	11,9	18,9	6 (19)	5	12	
ISRAEL	2,6	9,1	1,4	- (1)	-	6	
BRASIL	2,4	7,9	22,4	4 (19)	-	10	
CHILE	7,6	1,7	1,5	1 (1)	4	-	
MÉXICO <sup>3/</sup>	1,2	3,9	4,7	-	-	3	

1/ Entre parênteses aparece o mês de ocorrência.

2/ Entre parênteses figura o nº de meses com inflação maior que 25%.

3/ De julho de 1988 a junho de 1992, a inflação mensal média foi 1,6%.

Fonte: Fundo Monetário Internacional. Reproduzida de BRUNO(1993) p.08.

A magnitude e resistência da inflação alertaram para o fato de que estava-se diante de processos distintos dos das décadas de 50 e 60. Era observada já a partir da década de 70, uma variedade de inflação que podia ficar na casa de 3 dígitos anuais por anos a fio, mantendo-se relativamente estável, mas em patamares crescentes<sup>14</sup>. As terapias gradualistas foram se mostrando crescentemente ineficazes para reduzir a inflação, como mostraram, por exemplo, as iniciativas adotadas no México e no Brasil no período 1981-1984.

A Tabela 2 mostra a aceleração inflacionária nos países com inflação crônica, especialmente Brasil e Argentina. Os casos de Israel e México estão mais estreitamente vinculados aos choques externos, sendo que só o primeiro viveu um período de inflação crônica. México e Bolívia, na leitura conjunta das Tabelas 1 e 2, mostram não possuir tradição inflacionária anterior aos anos 80. Já o Chile, embora vítima de inflação crônica, viveu sua fase marcante de aceleração inflacionária na década de 70, tendo obtido estabilidade a partir de metade da década de 80.

Portanto, a experiência de choques externos e de desorganização fiscal e monetária, vivenciada por vários países da América Latina, parece ter mostrado que podem existir situações de inflação alta e gradualmente ascendente para as quais a aplicação do tratamento convencional, através das políticas fiscal e monetária restritivas, pode ser tecnicamente pouco eficaz, além de dispendiosa do ponto de vista político. É o que parece ter ocorrido em países como Argentina, Peru, Brasil, e mesmo Israel, considerados casos de alta inflação<sup>15</sup>.

---

<sup>14</sup> BRUNO(1993) utiliza o termo “quase-estável” quando se refere às inflações crônicas aceleradas.

<sup>15</sup> Sobre a dinâmica da inflação nestas experiências e as tentativas de detê-la, consulte, por exemplo, KIGUEL & LIVIATAN(1988), (1989) e (1992a), ORTEGA(1989), BRUNO(1993) e MURPHY(1994).

Os processos de inflação crônica graves, que podem culminar em hiperinflação, mas que passam por transições difusas e longas, serão aqui tratados como casos de inflação extrema. Estes processos envolvem o encurtamento dos prazos de indexação e a prática de políticas econômicas passivas, no bojo da aceleração gradual mas firme dos patamares inflacionários, como parte da trajetória de acomodação a choques inflacionários de variados matizes.

Assim, a dinâmica das inflações crônicas em aceleração, bem como das inflações extremas na transição para a hiperinflação, é marcada pelo elevado grau de indexação ou de acomodação das principais variáveis nominais, como câmbio e agregados monetários, à inflação passada. Esta situação caracteriza o recurso a mecanismos de defesa ou a aplicação de sedativos, que facilitam a convivência com a inflação alta, mas dificultam a erradicação e mesmo o controle do processo. Portanto, trata-se de situações onde a cura espontânea, gerada pela irrelevância que a inércia inflacionária adquire nos finais das hiperinflações, não ocorreu.

Quando a inflação é ainda fortemente influenciada por seu comportamento no passado ("inércia"), como a estabilização poderia ser obtida com custos sociais e políticos suportáveis? Nestes casos, a terapia não deve envolver apenas a política fiscal restritiva, como nos tratamentos de choque aplicados às hiperinflações, mas também elementos para reforçar a credibilidade do programa e quebrar a persistência do processo inflacionário, representada pelas práticas de convivência com a inflação.

A adoção de uma ou mais âncoras nominais pode suscitar um maior grau de sincronização das variáveis nominais por ocasião da desinflação, de modo a evitar variações de preços relativos insustentáveis, bem como aumentar a credibilidade do programa de estabilização.

Por outro lado, o ataque ao componente inercial de uma inflação alta e persistente, de modo a melhorar o desempenho das políticas convencionais, consiste na aplicação de mecanismos de coordenação de expectativas, podendo chegar até a introdução de controles diretos sobre preços e salários, chamados genericamente de políticas de rendas. A principal contribuição destes instrumentos é representada, não só pela redução dos problemas de coordenação das decisões individuais dos consumidores e produtores, como também pelo deslocamento do horizonte de formação das expectativas inflacionárias, que passa a vincular-se à expectativa cadente de inflação ao invés das taxas passadas.

Trabalharemos nos capítulos 1 e 2 com a problemática dos países da América Latina e Israel nos anos 80 e 90, a fim de obter elementos para estudar a realidade brasileira. Os casos dos países do Leste Europeu e das repúblicas independentes originadas da divisão da União Soviética, como Polônia, Estônia, Rússia, etc, não serão tratados aqui. Consideramos que o problema destes países, mais do que a obtenção da estabilidade de preços com equilíbrio macroeconômico, envolve a administração de importantes e vultosos ajustes microeconômicos e institucionais, requeridos na transição para uma economia de mercado.

Na próxima seção, veremos em que medida a observação das diferenças entre os processos hiperinflacionários e as inflações crônicas e extremas, inclusive os fatos estilizados sobre o final das hiperinflações, pode contribuir na ampliação do leque de terapias eficazes. Definiremos melhor a natureza dos processos de alta inflação no item 1.3. As alternativas para a construção de planos de combate à inflação extrema, como as âncoras nominais e os mecanismos de coordenação de expectativas serão abordados, respectivamente, nas seções 1.5 e 1.6.

## 1.2. OS PROCESSOS HIPERINFLACIONÁRIOS E SEUS FINAIS

### 1.2.1. A Origem e o Desenvolvimento dos Processos Hiperinflacionários

As hiperinflações são processos inflacionários intensos, iniciando-se, segundo a definição de Cagan<sup>16</sup>, quando as taxas mensais de inflação superam os 50%, e finalizando no mês que antecede a redução abaixo deste valor, desde que a inflação não venha a subir novamente acima deste nível por pelo menos um ano. O Quadro 1 contém informações interessantes sobre as hiperinflações clássicas europeias, destacando-se a intensidade e o grau de desmonetização.

Sua aparição é relativamente recente, pois historicamente a existência de conversibilidade monetária parece tê-la limitado. Após as primeira e segunda guerras mundiais, foram registrados vários episódios, que podem ser atribuídos à grande instabilidade política em diversos países beligerantes, às crises fiscais detonadas por cissões territoriais e pelo peso fiscal de eventuais reparações e dívidas externas.

Neste sentido, a origem das hiperinflações é associada por alguns autores à combinação entre governos fracos, desordem civil e desagregação fiscal<sup>17</sup>. No entanto, tal condição embora necessária claramente não parece suficiente. Talvez uma idéia importante, que ajude a explicar a ocorrência das hiperinflações, especialmente em países em desenvolvimento com inflação

---

<sup>16</sup> A definição usual de hiperinflação deve-se ao trabalho clássico: CAGAN, Phillip.[1956]. *The Monetary Dynamics of Hyperinflation*. In: FRIEDMAN, Milton. *Studies in the Quantity Theory of Money, 1956*, pp. 25-117. Veja VÉGH(1992) p. 629.

<sup>17</sup> Cf. CAPIE, P.[1986]. *Conditions under which Very Rapid Inflation Has Appeared*. Carnegie-Rochester Conference Series in Public Policy n° 24, 1986, pp. 115-168. apud SIKLOS(1990) pp. 226-7. Veja também ZINI JÚNIOR(1994) p. 358. Os casos recentes no leste europeu, após reformas econômicas abrangentes, podem ser comparados em sua origem aos episódios clássicos, dada a profundidade das mudanças envolvidas na sua estrutura econômica e política. BRUNO(1993) procura dar uma visão geral destes episódios, buscando pontos de contato com a experiência da América Latina.

## QUADRO 1 PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS DE SETE HIPERINFLAÇÕES EUROPÉIAS <sup>1/</sup>

	Áustria	Alemanha	Polônia	Rússia	Grécia	Hungria-I	Hungria-II
1. Mês do início da hiperinflação	Out/1921	Ago/1922	Jan/1923	Dez/1921	Nov/1943	Mar/1923	Ago/1945
2. Mês do final (aproximado) da hiperinflação	Ago/1922	Nov/ 1923	Jan/1924	Jan/1924	Nov/1944	Fev/1924	Jul/1946
3. Número de meses	11	16	11	26	13	10	12
4. Razão entre os preços do mês final em relação ao mês anterior ao início	70	$1 \cdot 10^{10}$	699	$1,2 \cdot 10^{25}$	$4,7 \cdot 10^8$	44	$3,8 \cdot 10^{27}$
5. Mês de máxima elevação dos preços	Ago/1922	Out/1923	Out/1923	Jan/1924	Nov/1944	Jul/1923	Jul/1946
6. Taxa mensal de inflação máxima	134%	32400%	275%	213%	$8,5 \cdot 10^7\%$	98%	$4,2 \cdot 10^{16}\%$
7. Taxa média de inflação no período	47%	322%	81%	57%	365%	46%	19800%
8. Razão da quantidade de moeda manual em circulação do mês final em relação ao inicial	19,3	$7,3 \cdot 10^9$	395	$3,4 \cdot 10^4$	$3,6 \cdot 10^6$	17,0	$1,2 \cdot 10^{25}$
9. Relação entre (4) e (8)	3,6	1,4	1,8	3,7	130	2,6	320

<sup>1/</sup> Quadro extraído de ZINI JR(1994) p. 357.

Fonte: CAGAN(1956) p. 26, com dados reportados em Young, J.P. European Currency and Finance, 1925.

alta como Brasil, Argentina, Peru e o caso da Bolívia, seja a fragmentação política.

Uma forma interessante de ver este aspecto como atributo intrínseco de todo o processo hiperinflacionário é sugerida pela idéia de que a explosão hiperinflacionária e suas conseqüências sociais e econômicas são o meio de criar condições para que os grupos políticos relutantes venham aceitar o custo implícito na busca da estabilização<sup>18</sup>.

Assim, uma das indicações interessantes na linha da economia política da inflação alta ou da hiperinflação é a de que as alterações institucionais e fiscais necessárias para a estabilização requerem uma sólida base social e política. Contudo, esta última parece formar-se apenas nas fases finais, quando o processo hiperinflacionário torna-se socialmente custoso e disfuncional. Sugere-se assim que em face da existência de diferentes alternativas políticas para a estabilização, os grupos sociais vêm-se diante de um impasse que leva estrategicamente que todos aguardem até que se forme uma visão majoritária, capaz de explicitar uma trajetória viável para a estabilização<sup>19</sup>.

Ocorrências como a imposição de reparações de guerra aumentam a força do argumento de que pode formar-se um impasse político, resultando difícil a obtenção do excedente necessário para financiar os pagamentos impostos pelo estrangeiro<sup>20</sup>.

Embora possa haver controvérsia na análise da dinâmica hiperinflacionária, especialmente na atribuição de papel mais relevante ao

---

<sup>18</sup> Cf. ALESINA, A. & DRAZEN, A.[1989]. Why Are Stabilizations Delayed ? National Bureau of Economic Research, Working Paper n° 3053, aug. 1989. apud SIKLOS(1990) e BRUNO(1993). Mais detalhes na seção 1.3 abaixo.

<sup>19</sup> Cf. CALVO & VÉGH(1994).

<sup>20</sup> Cf. FRAGA NETO, A.[1986]. German Reparations and Brazilian Debt: A Comparative Study. Princeton University, Essays in International Finance n° 163, 1986. apud ZINI JÚNIOR(1994) p. 359.

desequilíbrio fiscal ou à situação das contas externas<sup>21</sup>, torna-se visível o desarranjo das contas públicas e o recurso crescente à emissão monetária. Os processos de grande e intensa deterioração da moeda, como as hiperinflações clássicas, enfatizam a idéia de que a inflação é um fenômeno monetário.

Mesmo que as hiperinflações sejam momentos onde a natureza monetária do fenômeno esteja presente, não quer dizer que possamos separar a causalidade da inflação a partir da ligação entre inflação alta e finanças públicas, por exemplo. Apesar de existirem desequilíbrios fiscais, eles podem decorrer de fatores exógenos (como choques externos) ou de um impasse político<sup>22</sup>. Neste sentido, as evidências são a favor da idéia de que o déficit público é endógeno ao processo inflacionário. FRANCO(1987), KEYNES(1971)<sup>23</sup> e BATISTA JÚNIOR(1992) trabalharam mais claramente esta hipótese, como veremos a seguir.

Evidências recentes para a América Latina apontam para o fato de que a inflação foi fortemente afetada pela trajetória da taxa de câmbio real<sup>24</sup>, sendo a indexação generalizada dos preços e a evolução do déficit público fatores de realimentação. Isto favorece a noção de que o ajuste aos choques externos dos anos 70 e início dos anos 80 é uma das principais causas da aceleração inflacionária vivida por aqueles países (rever Tabelas 1 e 2). Esta evolução caracterizou a transição dos casos de inflação crônica para um outro processo, de características muito peculiares, denominado adiante de inflação extrema.

---

<sup>21</sup> Para uma discussão rica, tratando desta distinção no bojo da hiperinflação alemã, veja MERKIN(1988).

<sup>22</sup> Sobre o papel das condições políticas na origem das hiperinflações, consulte SIKLOS(1990) pp. 26-8.

<sup>23</sup> KALECKI(1962) apresenta uma análise da dinâmica das hiperinflações semelhante à de Keynes.

<sup>24</sup> Cf. DORBUSCH, R. et al.[1990]. Extreme Inflation: Dynamics and Stabilization. Brookings Papers on Economic Activity nº 2, 1990. apud ZINI JÚNIOR(1994) pp. 355 e 385. Segundo este autor, tal resultado fortalece o argumento a favor de uma âncora cambial como elemento chave para as estabilizações no Brasil e na Argentina. Sob as propriedades e fatos estilizados das economias sob âncora cambial, veja item 1.5.

No seu desenvolvimento, as hiperinflações são marcadas por grau crescente de indexação, passando da utilização dos índices de preços a intervalos menores até a dependência das cotações do mercado cambial nas etapas finais, quando o horizonte de fixação de preços é extremamente curto e as taxas de inflação anotadas são fantásticamente elevadas. O Quadro 1 dá uma idéia da dimensão dos processos em questão.

A utilização de indexadores cambiais e a correção de valores a intervalos curtos acaba favorecendo o final das hiperinflações. À medida que o processo vai avançando, a inflação torna-se inócua, ou seja, são necessárias taxas cada vez maiores para realizar alguma transferência de recursos no sistema econômico. Ao mesmo tempo, a dispersão de preços relativos e rendas reais tende a diminuir à medida que os intervalos de reajuste se reduzem, o que pode facilitar a estabilização.

Por fim, o ambiente econômico e social deteriorado vai criando condições políticas para que o processo seja enfrentado, aumentando a receptividade a um eventual programa de estabilização.

### **1.2.2. O Final das Hiperinflações**

Os aspectos principais que marcam o final das hiperinflações são a estabilidade cambial, mesmo que o sistema cambial seja flutuante<sup>25</sup>, a redução significativa dos déficits públicos, embora eles curiosamente não tenham sido removidos nunca antes da estabilização<sup>26</sup>, e a adoção de regras de emissão monetária envolvendo restrição ao financiamento do Tesouro Nacional pelo

---

<sup>25</sup> Cf. VÉGH(1992), pp. 628 e 636. ZINI JÚNIOR(1994) salienta este aspecto no caso da estabilização da Itália nos anos 20. Veja também o caso da Bolívia discutido na seção 2.2.  
<sup>26</sup> Veja FRANCO(1989b) e ZINI JÚNIOR(1994) p. 360.

BC e/ou conversibilidade monetária. A estabilização da taxa cambial logo após os programas pode ser contemplada na Tabela 3.

A parada do processo aparentemente envolve uma ruptura mais ou menos súbita, que tem sido associada à idéia de “mudança de regime”. A Tabela 3 mostra que a estabilização foi quase imediata, exceto talvez para Bolívia e Taiwan, mas de qualquer forma a queda na inflação foi rápida e substancial<sup>27</sup>. No entanto, a visão de Sargent sobre o assunto radicaliza este traço, culminando na idéia de que o custo da estabilização é baixo, o que discutiremos adiante.

As taxas de expansão monetária são mostradas, na terceira coluna da Tabela 3. A grande remonetização que se segue sugere que se fosse obedecida uma regra rígida de crescimento da moeda, por exemplo, através de uma meta de expansão preanunciada, existiria um risco de viés recessivo desnecessário<sup>28</sup>.

Uma das mais conhecidas ou talvez a mais consagrada interpretação para o final das hiperinflações clássicas foi formulada por SARGENT(1988). A idéia de Sargent é ilustrada em seu trabalho por análises das hiperinflações dos anos 20, onde são destacados os seus términos abruptos e rápidos, seguidos de grande monetização. Tal corte é atribuído pelo autor à percepção pela sociedade de uma nova postura para as políticas fiscal e monetária, introduzida através de um programa de estabilização em geral com amplo suporte político. Tal mudança é caracterizada pelo autor como a introdução de

---

<sup>27</sup> VÉGH(1992) atribui as quedas menos expressivas dos casos de Bolívia e Taiwan ao regime cambial não exatamente identificado com a taxa cambial fixa (Cf. p. 636). Acreditamos que mais importante que a magnitude é a percepção que em todos os países a queda inicial foi abrupta, embora em vários casos, como o da Bolívia, tenha havido ataques especulativos e perda de confiança ao longo das fases iniciais do programa de estabilização.

<sup>28</sup> Cf. ZINI JÚNIOR(1994) p. 361. Veja BOMBERGER & MAKINEN(1988) sobre a adoção de metas monetárias para o caso húngaro.

**TABELA 3**  
**INDICADORES ECONÔMICOS PARA ALGUNS CASOS DE HIPERINFLAÇÃO (% MENSAL)**

País <sup>1/</sup>	Desvalorização Cambial	Taxa de Inflação	Crescimento Monetário <sup>2/</sup>
Austria (Outubro 1922)			
Outubro 1921-Setembro 1922	32,6	46,0	35,7
Outubro 1922-Setembro 1923	-0,4	0,4	8,7
Polônia (Fevereiro 1924)			
Fevereiro 1923-Janeiro 1924	63,7	66,2	62,7
Fevereiro 1924-Novembro 1924	0,8	1,2	11,1
Grécia (Fevereiro 1946)			
Fevereiro 1945-Janeiro 1946	...	27,0	31,6
Fevereiro 1946-Dezembro 1946	...	-0,8	13,4
Taiwan (Junho 1949)			
Janeiro 1948-Maio 1949	...	30,7	23,7
Junho 1949-Dezembro 1950	...	6,7	11,4
Alemanha (Janeiro 1924)			
Janeiro 1923-Dezembro 1923	409,8	455,1	419,7
Janeiro 1924-Dezembro 1924	-3,9	0,3	12,0
Hungria (Abril 1924)			
Abril 1923-Março 1924	28,0	33,3	28,1
Abril 1924-Março 1925	0,0	0,2	8,5
Hungria (Agosto 1946)			
Agosto 1945-Julho 1946	...	19.800,0	12.200,0
Agosto 1946-Julho 1947	...	1,3	14,2
Bolívia (Outubro 1985)			
Outubro 1984-Setembro 1985	44,0	57,6	48,5
Outubro 1985-Setembro 1986	4,9	5,7	8,3

1/ A data entre parentêses após o nome do país indica o mês em que a taxa cambial foi estabilizada.

2/ Os agregados monetários referem-se ao total de notas em circulação, exceto na Bolívia e em Taiwan onde trata-se de M1.

Fonte: VÉGH (1992) p. 637.

um novo regime fiscal e monetário<sup>29</sup>. No entanto, sua visão está sujeita a muitas qualificações.

FRANCO(1987) e (1988b), também pesquisando as hiperinflações clássicas, sugere que a visão de Sargent merece reparos. Em primeiro lugar, a evidência relacionada com a arrecadação de imposto inflacionário não permite descartar a hipótese de que a inflação era governada por fatores alheios à esfera monetária e que a oferta de moeda era passiva. A existência de expansão monetária superior às necessidades para o financiamento do desequilíbrio fiscal, e mesmo o fato deste se ajustar à disponibilidade de receita inflacionária, sugerem que a idéia de um "déficit estrutural" que justificasse a mudança de regime fiscal e monetário<sup>30</sup> pode ser questionada.

Por outro lado, a adesão às regras da ortodoxia fiscal e monetária podiam estar cumprindo outro papel, por exemplo, o de estimular um influxo de capitais, fundamental para manter a taxa cambial fixa. Ademais, como a recuperação das receitas tributárias foi sensacional nestes episódios, pode-se argumentar que o déficit existente, imediatamente antes da estabilização, resultava da própria inflação. Neste caso, é difícil sustentar que o equilíbrio orçamentário teria precedido de modo inequívoco, ou constituído fator chave para a estabilização.

As verdadeiras reformas tributárias, segundo Franco, parecem ter ocorrido em algum momento anterior às hiperestabilizações, por exemplo, como no programa de Erzberger em 1921 na Alemanha, de Hegedüs em 1921

---

<sup>29</sup> A noção de regime monetário é definida por ZINI JÚNIOR(1994) como referindo-se ao conjunto de regras institucionais e práticas das autoridades monetárias que presidem a criação de base monetária (Cf. p.363).

<sup>30</sup> LATIF(1995a) considera regime monetário como o "conjunto de arranjos que governam o sistema monetário, incluindo o arcabouço institucional, políticas conduzidas e as expectativas dos agentes com relação ao arranjo, em termos de sua operacionalidade e do possível impacto, assim como sua durabilidade" (Cf. p. 01.). Tal definição é atribuída a BORDO, M. D. & CAPIE, F.[1993]. *Monetary Regimes in Transition*. Cambridge University Press, 1993.

na Hungria, ou de Michalski em 1922 na Polônia. Assim, é difícil sustentar que o equilíbrio orçamentário foi fundamental para as estabilizações, mas, ao contrário, parece mais plausível considerar que deter a inflação foi fundamental para assegurar o equilíbrio fiscal<sup>31</sup>.

BATISTA JÚNIOR(1992) faz um rico relato da visão de Keynes sobre a estabilização nos anos 20, enfatizando não só a precedência que a estabilização deve ter em relação à reforma fiscal, como também o papel importante da fixação da taxa cambial.

Já FRANCO(1989b) sugere que o traço fundamental para as hiperestabilizações estava na utilização de "moedas de valor constante", ou seja, unidades de conta utilizadas para atualização do valor real de preços e contratos durante as hiperinflações. Neste caso, aproveitando-se deste expediente, a adoção de uma taxa cambial fixa constituía-se em ingrediente fundamental para a reversão das expectativas inflacionárias<sup>32</sup>. Ao mesmo tempo, este autor relativiza, no caso da estabilização alemã de 1923, a importância da adoção do lastro para novas emissões monetárias.

Assim, na fase final dos processos hiperinflacionários, o encurtamento do prazo dos contratos e a sincronização dos preços, possivelmente ligadas ao uso de moedas indexadas, levaria a uma transição menos traumática para um novo equilíbrio de preços relativos. A introdução de uma âncora nominal, com a fixação da paridade cambial em relação à divisa estrangeira ou às moedas indexadas, poderia aumentar a chance de êxito na estabilização de preços.

---

<sup>31</sup> Veja também FRANCO(1988a).

<sup>32</sup> Sobre a questão das "moedas de valor constante", consulte adicionalmente as seguintes referências: NOGARO(1948), ARIDA & RESENDE(1986), LOPES(1986) e (1989), sendo que a primeira aborda o famoso caso do "pengo fiscal" utilizado na Húngria.

### 1.2.3. Os Custos das Hiperestabilizações<sup>33</sup>

A visão de Sargent sobre o custo reduzido enfrentado nas hiperestabilizações clássicas também é disputável<sup>34</sup>. A crença de que o custo da estabilização teria sido reduzido, ou seja, que a inflação teria cedido sem as perdas de emprego e produto sugeridas por um enfoque do tipo curva de Phillips, é questionada por WICKER(1986), prendendo-se ao reexame dos casos de Áustria, Hungria e Polônia<sup>35</sup>.

Este autor adverte que é possível chegar a resultados opostos aos de Sargent, através da análise de estimativas para as taxas de desemprego, realizadas por ele em seu trabalho. Assim, Wicker conclui apontando para a existência de efeitos significativos sobre o desemprego associados à estabilização nestes países o que, não obstante os problemas de medição e o eventual desemprego de natureza estrutural, tornaria a evidência pouco conciliável com a hipótese de expectativas racionais.

VÉGH(1992) faz um exame exaustivo da evidência existente sobre os custos das hiperestabilizações, tendendo a favorecer a opinião de Sargent. Em seu balanço, os casos da Alemanha, Grécia, Rússia, Taiwan e Bolívia deporiam a favor da tese de que os custos observados não seriam devidos à estabilização em si. Já a Áustria e a Hungria (1946) teriam mostrado elevações simultâneas no produto e na taxa de desemprego, sendo assim casos dúbios. No outro extremo, para Polônia e Hungria (1924) as informações disponíveis indicariam uma elevação da taxa de desemprego<sup>36</sup>.

---

<sup>33</sup> Sobre os custos da inflação em geral, inclusive das inflações menores, veja SOLIMANO(1990).

<sup>34</sup> Cf. VÉGH(1992) pp. 636-644.

<sup>35</sup> BRUNO(1993) questiona também a validade geral do enfoque de Sargent, mencionando o caso alemão com base em GARBER, P. M.[1982]. Transition from Inflation to Price Stability. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy nº 16, 1982.

<sup>36</sup> Cf. VÉGH(1992) pp. 643.

Segundo ZINI JÚNIOR(1994), os custos de curto prazo nem sempre são pequenos, embora em certos casos pareçam ter sido, como na Áustria, Alemanha e Argentina nos anos 90. Este autor adverte porém que Sargent negligencia os custos de longo prazo, geralmente associados a ajustes estruturais na transição para o ambiente de estabilidade, como os envolvidos na reconversão industrial, que acabam gerando desvalorizações em frações de capital, bem como realocações de mão-de-obra<sup>37</sup>.

Mesmo assim, há que se considerar os custos também relativamente elevados e talvez crescentes incorridos ao longo das etapas finais dos processos de inflação extrema e hiperinflação<sup>38</sup>. Neste sentido, também são ilustrativos os processos de retração nos investimentos e estagnação do produto per capita vividos pelos países que passaram por inflações extremas, especialmente Brasil e Argentina.

No caso das hiperinflações clássicas é razoável imaginar que a ruptura do processo de trocas acarretou substanciais perdas de produto e emprego, embora a observação possa ser inexata, tanto devido a outros ruídos associados às mudanças estruturais vividas em alguns países, inclusive as de natureza territorial e política, quanto em função da precariedade das estatísticas disponíveis<sup>39</sup>.

#### 1.2.4. Política Monetária e Estabilização

Outra frente de discussão, ainda a partir das hiperestabilizações, é a da trajetória de remonetização e do papel da taxa de juros. DORNBUSCH(1985) e

---

<sup>37</sup> Uma boa descrição destes custos no caso de Israel é feita em BRUNO & PITERMAN(1988) e PITERMAN(1989). Ainda sobre o caso israelense, veja BRUNO & MERIDOR(1991). O programa de estabilização implementado naquele país em 1985 também será objeto do capítulo 2. No que tange aos ajustes estruturais, devemos chamar atenção para a tendência à retração do sistema financeiro.

<sup>38</sup> Cf. ZINI JÚNIOR(1994) pp. 360-1.

<sup>39</sup> Cf. VÉGH(1992) p. 638.

MORAES(1988), recuperando as idéias de Keynes, enfatizam o papel da fixação da taxa cambial como precedendo o ajuste fiscal, sugerindo que a política monetária era fundamental para evitar a perda de confiança da sociedade na estabilidade e sinalizar o compromisso das autoridades com o programa de estabilização<sup>40</sup>.

MORAES (1988) e (1990) argumenta que, especialmente em contextos onde a inflação esperada tende a se manter elevada pela baixa credibilidade do esforço de estabilização, a prática de uma taxa de juros real ex-ante reduzida torna mais baixo o custo de se especular contra o programa, através, por exemplo, da estocagem de matérias-primas e bens, ou da compra de ativos reais e moeda estrangeira<sup>41</sup>.

Embora as hiperestabilizações tenham sido episódios bruscos e rápidos, sugerindo que houve uma percepção radical por parte da sociedade de que mudanças tinham tido lugar, a existência de casos onde ficou clara a perda de confiança do público no programa sugere que a credibilidade é obtida ao longo do processo e que a política monetária pode jogar um papel importante nesta direção, inclusive no que concerne à sustentação da taxa cambial. MORAES(1988), discutindo a estabilização da Alemanha (1923) e da Áustria (1922), sugere que a verificação de períodos de apreciação cambial e juros elevados acompanha a tentativa dos governos de firmar a credibilidade do programa<sup>42</sup>.

RAMALHO(1992) discute detalhadamente os antecedentes da crise inflacionária vivida pela Polônia durante os anos 20. Tal fase culminou numa hiperinflação em 1923. Na mesma linha, ou seja, qualificando a idéia de que a credibilidade é adquirida logo na concepção e anúncio de um programa, ele mostra que o plano de estabilização baixado no início de 1924 foi capaz de

---

<sup>40</sup> Ver também a este respeito, BATISTA JÚNIOR(1992).

<sup>41</sup> Cf. MORAES(1990) pp. 40-42.

<sup>42</sup> Ver também sobre esta questão, DORNBUSCH(1985).

deter a hiperinflação, mas que a fase de consolidação da estabilidade durou quatro anos (1924 a 1927), assemelhando-se ao combate gradualista utilizado em inflações menores<sup>43</sup>. Assim, a credibilidade parece ser um atributo endógeno ao processo de estabilização, existindo indicações de que sua percepção pela sociedade não é imediata, como sugeriria o enfoque de Sargent.

### 1.2.5. As Mudanças de Regime e a Noção de Credibilidade

Na visão dos adeptos da macroeconomia Novo-Clássica<sup>44</sup>, desde que o governo passe a anunciar e implementar políticas monetárias e fiscais consistentes, o que caracterizaria uma mudança de regime, a revisão das expectativas dos agentes econômicos, formadas racionalmente, permitiria a obtenção de uma desinflação rápida, com perdas nulas ou reduzidas em termos de emprego e renda.

Contudo, esta descrição é muito simplificada, sendo razoável esperar que a existência de dificuldades de coordenação e/ou de defasagens de percepção por parte dos agentes econômicos torne rara a observação de uma estabilização totalmente indolor.

A literatura que enfatiza a importância da noção de credibilidade<sup>45</sup>, também trabalhando com a hipótese de expectativas racionais, contempla

---

<sup>43</sup> Cf. RAMALHO(1992) pp. 324-325.

<sup>44</sup> Esta Escola tem 2 fundamentos principais: o comportamento otimizador dos agentes econômicos no bojo do pleno funcionamento dos mercados, ou seja, equilíbrio geral de mercados ("market clearing"); e a hipótese de expectativas racionais. Um resultado interessante é a irrelevância da política econômica para afetar variáveis reais. Apenas políticas não anunciadas, ou violações de compromissos prévios das autoridades, poderiam mudar a posição real da economia. No entanto, caso haja obstáculos e fricções ao pleno ajuste dos mercados, como rigidez nos preços nominais e reais, o equilíbrio real da economia pode ser alterado por alterações nas políticas que afetam a demanda nominal.

<sup>45</sup> Veja, por exemplo, MAITAL & BENJAMINI(1980), RODRIK(1989), AGÉNOR & TAYLOR(1992), AGÉNOR(1994), RESENDE(1994). Para uma introdução ao assunto, veja PERSSON, T.[1988]. *Credibility: An Introduction and a Broad Survey*. *European*

situações onde os conflitos de interesses entre governo e setor privado, e mesmo entre facções do governo, podem reduzir substancialmente a capacidade de um programa antiinflacionário alterar o padrão de formação de expectativas inflacionárias por parte dos agentes econômicos.

Por outro lado, a exploração pelos governos dos efeitos sobre a atividade econômica relacionados a ciclos políticos, a inconstância na perseguição de políticas econômicas consistentes, bem como uma estória de iniciativas anti-inflacionárias fracassadas, tendem a acentuar a ineficácia de novos esforços, mesmo que bem concebidos<sup>46</sup>.

Portanto, a noção de mudança de regime é bastante controversa, mas sua discussão tem sido enriquecida pela moderna literatura sobre credibilidade. Numa visão rica e abrangente da noção de Sargent, ZINI JÚNIOR(1994) sugere que são três os atributos associados à idéia de mudança de regime: a noção de ruptura, ou seja, nenhuma hiperinflação terminou através de uma política gradualista; a idéia de consenso associado à formação de um suporte político para a estabilização; a noção de credibilidade, representada pela forma como a alteração é interpretada pela sociedade.

A ocorrência e conseqüente percepção pelo público de uma mudança de regime, de acordo com a visão de Sargent, é representada pela recuperação da solvência intertemporal das contas públicas. Deste modo, a concepção do setor privado quanto ao programa de estabilização passa a depender da capacidade do governo gerar um superávit fiscal sustentado, ou da percepção da sociedade sobre ela. Assim, caso seja dominante a idéia que

---

*Economic Review*, volume 32, 1988. WERLANG(1993) faz um comentário sobre a literatura existente. Uma abordagem interessante sobre a noção de credibilidade e os processos inflacionários intensos é feita em ZINI JÚNIOR(1994).

<sup>46</sup> Tal cenário reflete com bastante acuidade as experiências do Brasil e da Argentina na segunda metade dos anos 80 e início dos anos 90.

o governo foi incapaz de fazer as reformas necessárias, prevalecerá a expectativa de que a dívida pública será monetizada<sup>47</sup>.

No entanto, como vimos acima, pode transcorrer um período no qual existe incerteza quanto à consolidação da estabilidade. Neste caso, observa-se em certos programas a manutenção de uma combinação de política monetária restritiva com estabilidade cambial, correspondendo à tentativa do governo de reduzir ou manter os níveis mais baixos de inflação. Como os avanços na redução do crescimento dos preços tendem a afetar favoravelmente a percepção do público, é razoável que tal estratégia possa ter alguma eficácia, a despeito de inexistir avanços definitivos quanto ao equilíbrio fiscal a longo prazo.

Contudo, a validade da aritmética monetarista desagradável (seção 1.4), ou seja, a insustentabilidade dos juros reais elevados a longo prazo, bem como os problemas com a utilização excessiva da ancoragem cambial (seção 1.5), tornam significativos os riscos subjacentes quando reformas não são implementadas para garantir a consistência da política fiscal no longo prazo.

O requisito fundamental para a percepção da mudança de regime é a constituição de uma base institucional e impessoal, pois resultados favoráveis no curto prazo podem ser revertidos, sejam eles gerados por políticas cambial e monetária que podem ser insustentáveis, ou por ajustes fiscais transitórios<sup>48</sup>. Para contornar a dificuldade no sentido de que a sociedade interprete favoravelmente processos de mudança incipiente, a literatura tem sugerido a noção de "overcommitment", ou seja, de uma sinalização ou compromisso adicional de que a opção pela estabilização é firme.

---

<sup>47</sup> De acordo com este enfoque, a existência prévia de reservas internacionais para garantir o equilíbrio externo nas novas condições não é relevante, podendo contribuir apenas indiretamente para a estabilização, ao evitar grandes desvalorizações cambiais.

<sup>48</sup> Veja RODRIK(1989) e ZINI JÚNIOR(1994) p. 363.

Na mesma direção, a moderna macroeconomia, tanto nas linhas Novo-Clássica como Novo Keynesiana, tem dado ênfase à contraposição entre a adoção de regras ou de políticas discricionárias ("Rules X Discretion"). O resultado principal em termos de política econômica aponta para a escolha de regras como solução ótima, pois a existência de incentivos para que as autoridades não cumpram suas promessas, associada à inconsistência temporal da política ótima<sup>49</sup>, tende a minar a credibilidade das políticas anunciadas.

### 1.3. PROCESSOS INFLACIONÁRIOS CRÔNICOS E A INFLAÇÃO EXTREMA<sup>50</sup>

#### 1.3.1. A Definição e a Dinâmica das Inflações Altas

A inflação crônica pode ser definida a partir da noção clássica atribuída a PAZOS(1972)<sup>51</sup>. As características básicas deste processo são a duração prolongada, mais adequadamente medida em anos que em meses, bem como a intensidade intermediária, ficando entre a inflação moderada e a hiperinflação. No entanto, o traço distintivo é a inexistência de uma tendência inerente para aceleração, mas na presença de choques ou fatores aceleradores, é mais provável que as taxas subam e se acomodem em novos patamares.

---

<sup>49</sup> Um exemplo clássico de política temporalmente inconsistente é o anúncio de rigorosas punições contra a evasão fiscal seguida tempos depois de uma anistia ampla, ou seja, a medida inicial foi revertida quando os efeitos favoráveis, em termos de obediência às normas tributárias, já haviam sido sentidos.

<sup>50</sup> Alguns trabalhos interessantes sobre estes tópicos incluem: FRANCO(1988a), KIGUEL & LIVIATAN(1988), (1989), (1992a), (1992b) e (1992c), ORTEGA(1989), BRUNO(1993), GUERRA JÚNIOR(1993), INTERNATIONAL MONETARY FUND(1993b), SANTOS NETO(1993), AMADEO(1994) e MURPHY(1994).

<sup>51</sup> O trabalho clássico é PAZOS, Felipe.[1972]. *Chronic Inflation in Latin America*. Praeger, New York, 1972. apud VÉGH(1992) pp. 629-32 e BRUNO(1993) pp. 10-11.

A menor intensidade observada nos processos de inflação crônica implica que tais casos, mesmo quando resultam em hiperinflações, não engendram facilmente seu fim como as hiperinflações clássicas. Os processos de inflação crônica são persistentes, embora não conduzam claramente a uma explosão hiperinflacionária. A origem destes episódios está vinculada a diversos fatores, havendo também alguma diferença de ênfase entre os diversos analistas. Contudo, freqüentemente é possível observar inflações na casa de 20-50% anuais, mantendo-se estáveis por longos períodos, especialmente em países em desenvolvimento.

Tais nações, geralmente com marcantes desigualdades e carências sociais e econômicas, tendem a apresentar déficits públicos elevados, bem como necessitam mobilizar e realocar recursos para um volume crescente de investimentos privados, ao mesmo tempo que os sistemas financeiros são menos sofisticados. Uma mescla dos fatores acima citados, com elementos de natureza social e política, pode ajudar a explicar uma tendência a apresentar taxas de inflação mais elevadas que as vigentes no mundo desenvolvido.

A estória relativamente longa de inflação mantém ativas práticas de convivência com a mesma, abrangendo diversos mercados de bens e fatores, bem como os mercados financeiros e de capitais, as finanças públicas, etc. Assim, é difícil observar-se efeitos reais muito intensos ou desequilíbrios fiscais dramáticos como os que geralmente acompanham as hiperinflações clássicas. Como a inflação torna-se relativamente ineficaz muito lentamente, havendo também falta de consenso quanto aos aspectos que devem ser alterados no sentido de eliminar-se o processo de perda de valor da moeda, não é incomum existirem programas de estabilização abandonados ou fracassados após algum período de tempo.

A explosão inflacionária que marcou a década de 80 em vários países da América Latina, bem como em Israel, e a escalada de alguns destes

processos aos níveis hiperinflacionários, está questionando a idéia de que as hiperinflações são processos muito específicos, geralmente associados a guerras e mudanças sociais e políticas profundas.

Embora a Bolívia tenha vivido uma hiperinflação cuja origem, sintomas e dinâmica parecem lembrar os casos clássicos, países que viveram processos duradouros de inflação crônica, como Brasil, Argentina e Peru, chegaram a experimentar processos hiperinflacionários, embora de curta duração, apenas como conseqüência do processo paulatino de deterioração da moeda.

KIGUEL & LIVIATAN(1992c) procura estabelecer em detalhes as diferenças entre os processos hiperinflacionários clássicos e os vividos pelos países latino-americanos no passado recente. Sua hipótese é de que a terapia não se assemelha à formulada por Sargent, exibindo custos mais elevados e requerendo um período prolongado de tempo para que seja perceptível à sociedade a mudança de regime. Embora tais autores não utilizem a expressão inflação extrema, as características das inflações crônicas que podem culminar em hiperinflação encaixam-se na definição do termo aqui utilizada.

Portanto, os processos de inflação crônica graves, no limiar da hiperinflação e com características de persistência intensa serão aqui chamados de processos de inflação extrema<sup>52</sup>. Como uma variedade degenerada de inflação crônica, os processos inflacionários extremos necessitam da leniência habitual para com a deterioração do poder de compra da moeda típica destas economias. Seu agravamento mais recente, contudo, parece vincular-se a uma sucessão de choques reais, especialmente aqueles vinculados à deterioração do balanço de pagamentos, seguidos de acomodação monetária e encurtamento dos prazos de indexação. A

---

<sup>52</sup> A terminologia segue DORBUSCH(1990a). A conceituação é aprofundada em DORBUSCH, Rudiger., STURZENEGGER, F. & WOLF, H.[1990]. *Extreme Inflation: Dynamics and Stabilization*. Brookings Papers on Economic Activity n° 2, 1990.

transformação da inflação extrema em hiperinflação é uma transição difusa, onde os fatores domésticos e externos interagem, ao mesmo tempo que a deterioração fiscal e a fragilidade financeira aumentam<sup>53</sup>.

A nível de sintomas, as hiperinflações vividas pela Bolívia e pelo Peru<sup>54</sup> apresentam similaridades com as dinâmicas de financiamento inflacionário e crises fiscais agudas.

A Bolívia viveu um choque fiscal e externo de grandes proporções, onde não só teve de gerar subitamente transferências externas positivas, como também teve de substituir o financiamento governamental de fontes externas por internas.

Contudo, a terapia e os resultados alcançados guardam diferenças interessantes com a hipótese de fim súbito dos processos anteriores, especialmente o fato da taxa real de juros permanecer elevada e a monetização reduzida para padrões históricos<sup>55</sup>, o que parece indicar que a inflação esperada no longo prazo era ainda elevada. Ademais, no início do programa, de maneira análoga a outras hiperestabilizações, instalou-se uma crise de confiança que requereu ação firme das autoridades na gestão das políticas monetária e cambial<sup>56</sup>.

---

**53** Sobre a racionalidade dos processos de inflação crônica e extrema, veja DORBUSCH(1990a e b), KIGUEL & LIVIATAN(1992c) e CALVO & VÉGH(1994). Este último ressalta que tais processos não são explicáveis pela dinâmica usual de financiamento inflacionário, estando sua manutenção ligada a considerações de economia política. Alguns dos aspectos sociais e políticos relativos à persistência inflacionária serão retomados a seguir.

**54** Veja DORNBUSCH(1990b).

**55** Contudo, a visão mais difundida é a que associa esta experiência ao padrão das hiperinflações clássicas. Veja, por exemplo, MELTZER(1994). Sobre o caso boliviano, consulte SACHS(1987) e MORALES(1988). O assunto será explicitamente abordado na seção 2.2 adiante.

**56** Cf. KIGUEL & LIVIATAN(1992c), pp. 12-13.

No entanto, Brasil e Argentina apresentam uma situação fiscal e níveis de senhoriagem distantes da dramaticidade experimentada nas hiperinflações clássicas. De modo geral, estas últimas tendiam a ser mais longas, conforme sugerem as informações sobre duração aproximada, exibidas no Quadro 1 e na Tabela 4, bem como mais intensas ou extremas que os surtos hiperinflacionários vividos pelos países latino-americanos, como indicam os dados sobre número de meses de inflação maior que 50% e de ciclos hiperinflacionários observados.

Além disso, como indica a Tabela 4, os processos latino-americanos tendem a apresentar por vários meses e até anos taxas de inflação entre 20 e 49% (rever também as três últimas colunas da Tabela 2), sugerindo a evolução em patamares inflacionários crescentes, mas sem tendência explosiva marcante.

No desenvolvimento, as diferenças entre as duas dinâmicas são mais importantes. A relação entre a receita tributária e os gastos públicos (coeficiente de cobertura de despesas) durante as hiperinflações clássicas é muito baixa, indicando que o sistema tributário se deteriora bastante. A Tabela 5 mostra que no ano em que a taxa de inflação explode, no caso 1923 para Polônia e Alemanha, e 1922 para Áustria, a relação entre as receitas tributárias e as despesas fiscais atinge valores muito reduzidos. O Quadro 1 e a Tabela 3 sugerem que a elevação da taxa de expansão monetária e provavelmente da senhoriagem acompanham esta trajetória, bem ilustrada para o caso boliviano na Tabela 6.

Um elemento importante para explicar esta diferença parece ser o fato de que as hiperinflações clássicas, também incluindo a Bolívia, atingiram países onde surtos inflacionários eram exceções ou onde não havia tradição de inflação crônica. Assim, a subida da inflação atingiu um sistema tributário

**TABELA 4**  
**HIPERINFLAÇÕES CLÁSSICAS E LATINO-AMERICANAS**

<b>PAÍS</b>	<b>Início Aproximado</b>	<b>Duração Aproximada (meses)</b>	<b>Nº de meses com inflação &gt; 50%</b>	<b>Nº de Ciclos Hiperinflacionários</b>	<b>Nº de meses com inflação entre 20% e 49%</b>
Austria	10/1921	12	6	3	7
Bolívia	04/1984	18	9	4	10
Alemanha	08/1923	17	14	3	7
Hungria	03/1923	12	5	3	8
Polônia	01/1923	13	9	3	7
<b>Média Grupo 1</b>		<b>14</b>	<b>9</b>	<b>3</b>	<b>8</b>
Argentina	05/1989	11	6	2	5
Brasil	12/1989	4	4	1	15
Peru	07/1990	2	2	1	25
<b>Média Grupo 2</b>		<b>6</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>15</b>

**Fonte: KIGUEL & LIVIATAN (1992c) p.5.**

**TABELA 5**  
**CARACTERÍSTICAS DAS HIPERINFLAÇÕES EUROPÉIAS**

<b>País</b>	<b>Anos</b>	<b>Relação entre Receitas Fiscais e Despesas</b>	<b>Taxa de Inflação (%)</b>
<b>Polônia</b>	1921	0,39	126,9
	1922	0,60	212,0
	1923	0,38	15.636,0
	1924	1,04	n.d.
	1925	1,00	6,8
<b>Áustria</b>	1919	0,48	n.d.
	1920	0,15	n.d.
	1921	0,30	842,0
	1922	0,16	3.132,2
	1923	0,70	135,6
<b>Alemanha</b>	1920	0,37	257,4
	1921	0,45	28,7
	1922	0,36	1.688,3
	1923	0,12	6,7*10 <sup>10</sup>

Fonte: KIGUEL & LIVIATAN(1992c) p. 11a.

**TABELA 6**  
**HIPERINFLAÇÕES LATINO-AMERICANAS: INDICADORES**

País	Anos	Senhoriagem/PIB 1/	Déficit Público/PIB 5/	Relação entre Receitas Fiscais e Despesas	Taxa de Inflação (%)
Argentina 3/	1986	3,46	2,89	0,94	90,1
	1987	4,03	4,99	0,86	131,3
	1988	5,17	5,80	0,80 6/	343,0
	1989	9,00	3,79	0,84 6/	3.079,8
	1990	4,81	2,00	0,97 6/	2.314,0
Brasil 4/	1986	3,60	3,85	0,93	146,2
	1987	2,73	5,91	0,85	204,2
	1988	3,41	5,13	0,92	648,6
	1989	5,00	7,44	0,75	1.322,7
	1990	4,80	-1,44	0,96	2.574,0
	1991	2,80	0,20	n. d.	423,0
	1992	3,40	2,81	n. d.	995,0
	1993	3,00	1,25	n. d.	2.072,0
Peru	1985	9,86	2,39	0,63	163,4
	1986	4,23	5,00	0,59	77,9
	1987	5,74	6,74	0,51	85,8
	1988	7,89	6,72	0,59	667,0
	1989	6,10	6,62	0,45	33.398,6
	1990	5,42	3,01	0,54	7.481,7
Bolívia	1981 2/	5,77	9,97	0,82	29,0
	1982 2/	5,77	9,97	0,69	133,0
	1982	9,70	18,70	0,56	269,0
	1984	15,80	25,10	0,46	1.281,0
	1985	8,30	10,10	0,58	11.750,0
	1986	2,50	3,40	0,85	276,0

1/ Calculada a partir da base monetária.

2/ Valores da senhoriagem e do déficit público são médias para o período 1980-82.

3/ Déficit público refere-se ao setor público consolidado. Fonte: Secretária da Fazenda. Senhoriagem calculada sobre M1. Gastos e Receitas incluem valores correntes e de capital para o setor público consolidado. Fonte: KIGUEL & LIVIATAN(1992c).

4/ A senhoriagem refere-se à base monetária. Fonte: GIAMBIAGI(1994). O déficit público refere-se ao conceito operacional para o setor público consolidado. Fonte: Banco Central. Receitas e Despesas Fiscais incluem apenas governo central e estatais. Fonte: KIGUEL & LIVIATAN(1992c).

5/ (+): déficit e (-): superávit.

6/ A relação entre receitas e gastos de 1986 e 1987 é o valor médio do ano, enquanto que de 1988 a 1990 é o valor de final de período

Fonte: Adaptada de KIGUEL & LIVIATAN (1992c).

relativamente desprotegido, já que as práticas de convivência não estavam desenvolvidas, configurando um quadro de deterioração fiscal aguda.

Já no caso dos países em desenvolvimento citados, a inflação sobe de maneira firme embora lenta, sem as taxas espetaculares da hiperinflação, ao mesmo tempo que as receitas tributárias não caem substancialmente, como indicam os coeficientes de cobertura elevados mostrados na Tabela 6, enquanto o processo de trocas na economia vai se adaptando, ambos em função da convivência com a inflação.

Ademais, a comparação de Argentina, Brasil e Peru com o caso boliviano, o mais próximo e classificável como clássico, ressalta os valores muito mais altos deste último, tanto para a senhoriagem, como para o déficit público, confirmando a idéia de uma origem e dinâmica distinta para os primeiros três casos (Tabela 6).

Em suma, a hiperinflação pode ser considerada como um episódio marcado pela aceleração súbita e contínua dos preços, de modo a tornar significativa a incerteza quanto aos preços futuros, destruindo a base para a formação de contratos e podendo chegar à completa ruptura do processo de trocas. Tal caracterização é apropriada aos casos clássicos europeus, bem como a Taiwan e Bolívia.

Já a idéia de inflação extrema, algo entre a inflação crônica sem chegar à explosão de uma hiperinflação, está mais relacionada aos fatores dominantes num círculo vicioso em que a instabilidade da moeda é perpetuada. Nesta dinâmica perversa interagem aspectos de economia política e ganham grande e crescente sofisticação os mecanismos de convivência com as altas taxas de inflação<sup>57</sup>.

---

<sup>57</sup> AMADEO(1994) critica a literatura convencional por esquecer os aspectos políticos, em particular a dinâmica de redemocratização que marca os diversos países latino-americanos nos anos 80, atribuindo de maneira simplista a causalidade da deterioração macroeconômica apenas ao populismo e à baixa credibilidade. BRUNO(1993) enfatiza a

A evolução da inflação extrema cristaliza a ausência de credibilidade, existindo dificuldades quase insuperáveis para equacionar a questão fiscal estrutural, impotência para formular um programa articulado e crível, podendo chegar ao extremo da inviabilidade para executar a rolagem das dívidas públicas sob condições razoáveis, ou seja, sem a percepção de insustentabilidade e iminente risco de “default”.

Assumiremos aqui que o Brasil é um país que experimentou uma inflação crônica desde os anos 50, tendo recentemente exibido sintomas que caracterizam a inflação extrema.

### **1.3.2. Aspectos de Economia Política e Distribuição Ligados às Inflações Altas**

#### **1.3.2.1. Por que as Estabilizações São Postergadas ?<sup>58</sup>**

Como vimos acima, não é incomum verificarmos que o período requerido desde a origem de um surto inflacionário até a implementação de um programa de estabilização abrangente pode ser muito grande, sendo a tendência inicial das autoridades a de optar por soluções paliativas. Uma pergunta relevante então é: o que explica estas defasagens de tempo ? Uma justificativa geral e preliminar diz respeito ao fato dos mandatos governamentais serem curtos e as coalisões políticas frágeis, o que responderia pelo menor impulso na direção do ajustamento. Assim, as políticas implementadas seriam marcadas por um horizonte demasiadamente curto.

Uma das abordagens clássicas e mais elaboradas sobre o tema é de ALESINA & DRAZEN(1989)<sup>59</sup>, ou simplesmente A & D. A hipótese básica é a

---

existência de um regime político estável e consolidado como uma das diferenças principais entre a experiência de Israel e da América Latina.

<sup>58</sup>Esta seção se baseia em BRUNO(1993) pp. 262-267 e SIKLOS(1990) pp. 227-228.

de que a necessidade de ajuste é reconhecida, mas há um impasse quanto à distribuição dos custos. A ocorrência da estabilização deveria ser identificada com uma acomodação de forças políticas, representada pela vitória de um ou mais grupos sobre os demais. Neste caso, a concessão por um ou mais grupos equivaleria à assunção de uma fatia desproporcional no ajuste da economia. Assim, seria lógico que houvessem várias tentativas fracassadas até que este estágio fosse atingido. A iniciativa bem sucedida aconteceria por ocasião da formação de um governo com poderes extraordinários ou através de um resultado eleitoral decisivo.

Há algumas hipóteses adicionais na análise destes autores. Cada grupo político não sabe exatamente o custo a ser pago pelos demais, mas tem conhecimento com certeza de quais são as soluções equivalentes necessárias para a estabilização<sup>60</sup>. O ponto de equilíbrio de cada grupo se dá quando os custos e benefícios marginais da espera são igualados, sendo estes últimos considerados como o produto da probabilidade de vitória pelo ganho esperado com a vitória.

Assim, nenhum grupo tenderia a perceber os custos como suficientemente altos para induzir à concessão, o que parece ser uma tendência natural do processo, exceto quando os custos globais e individuais da convivência com a inflação tornam-se intoleráveis. Se os prejuízos globais trazidos pela espera aumentam, mesmo que as fatias relativas de cada grupo se mantenham, o ajuste tende a se acelerar, o que oferece uma interessante racionalização para o princípio de que "as coisas podem melhorar na medida que pioram".

---

<sup>59</sup> O trabalho é ALESINA, A. & DRAZEN, A.[1989]. Why Are Stabilizations Delayed ? National Bureau of Economic Research, Working Paper n° 3053, aug. 1989. apud SIKLOS(1990) e BRUNO(1993).

<sup>60</sup> Esta hipótese será criticada a seguir.

A utilização de mecanismos de indexação de preços e salários pode representar o analgésico necessário para adiar a decisão final da contenda. Dentro desta abordagem, a heterogeneidade dos grupos sociais envolvidos, bem como a existência de incerteza e informação assimétrica quanto aos custos percebidos pelos demais, tendem a postergar os ajustes. Assim, uma vitória eleitoral decisiva pode reduzir o tempo requerido para a resolução do impasse ao explicitar o peso relativo de cada grupo.

Por outro lado, espera-se que quanto maior a polarização política, maior seria a desigualdade na repartição do ônus da estabilização, sendo lógico supor que maior é o tempo requerido para a solução final. Neste sentido, os pactos sociais poderiam acelerar a estabilização, ao tornar mais igualitária a divisão dos custos de ajustamento<sup>61</sup>.

Embora a abordagem de A&D seja um passo importante, existem muitas críticas e questões adicionais a ser colocadas e respondidas. Uma das dificuldades resulta da reduzida plausibilidade da suposição de que o custo futuro da estabilização e sua repartição sejam conhecidos pelos agentes econômicos.

Parece mais razoável supor que o horizonte dos agentes, como o dos políticos e governantes, é curto, existindo incerteza quanto aos benefícios futuros. Mesmo que exista segurança quanto ao ganho global ou ao total de ganhadores, pode existir dúvida quanto à posição absoluta e relativa do indivíduo ou grupo envolvido. Assim, um conjunto de reformas ou medidas mais abrangentes tendem a usufruir de maior suporte político em função da expectativa de que é mais provável o predomínio de ganhadores líquidos no processo. Contudo, à medida que as medidas efetivas têm de ser detalhadas, os interesses eventualmente atingidos podem se manifestar, reduzindo o apoio político à estabilização.

---

<sup>61</sup> Sobre a questão dos pactos sociais, vide seção 1.6.

Existe uma grande área a ser trabalhada, especialmente no que concerne às questões de credibilidade e reputação, inclusive quanto à chance de sucesso ex-ante de um programa de estabilização e quanto ao grau de compromisso das autoridades com o programa<sup>62</sup>. Como vimos acima (itens 1.2.4 e 1.2.5), a construção de credibilidade parece ser um processo gradual e cumulativo, onde as autoridades são testadas pelo público ou pelos grupos sociais competidores ao longo da implementação do programa. Esta checagem pode ser representada pela indagação de se o governo está disposto a sustentar o plano, aderindo à política fiscal restritiva e/ou à manutenção das âncoras nominais, mesmo tendo de enfrentar um custo social mais elevado.

Alguns outros aspectos podem ser invocados para dar substrato à existência de muitas tentativas de estabilização fracassadas. Uma das pistas pode ser uma formulação hipotética para o comportamento dos políticos sob incerteza, onde a atitude mais provável é de cautela. Assim, evitar-se-iam os riscos, o que significa que grandes passos cujo resultado é incerto devem ser evitados, preferindo-se medidas menores que representem pequenos desvios em relação à situação atual. Nestes casos é possível ganhar tempo para avaliar melhor as opções, esperando-se assegurar assim a sobrevivência política da coalisão no poder.

Em países com inflação extrema, a contextualização desta problemática levaria a uma tendência para temporização, evitando-se os efeitos políticos e sociais das políticas de estabilização, substituídas pelos ajustes pessoais e socialmente perversos ditados pela inflação alta e crescente. Assim, numa sociedade onde seria difícil estabelecer prioridades e executar mudanças na distribuição e/ou alocação dos recursos, a inflação seria o resultado do

---

<sup>62</sup> Algumas destas questões são tocadas no item 1.5, quando da discussão do dilema entre flexibilidade e credibilidade, característico da definição do desenho das âncoras nominais.

impasse e o instrumento para ensejar a satisfação de restrições de outra forma inviáveis.

No entanto, como afirma AMADEO(1994), as questões de economia política são ainda mais complexas nas sociedades em desenvolvimento assoladas pela inflação alta. Este autor argumenta que o enfoque de A & D faz sentido em sociedades onde o nível de informação e o poder de barganha são mais bem distribuídos, ou seja, nas quais o conflito distributivo é mais equilibrado. Contrariamente, nos países da América Latina, as elites e as classes médias seriam relativamente maiores e mais fortes que no mundo desenvolvido, o que restringiria a barganha política relevante a segmentos menores da sociedade, enquanto os grupos desorganizados que compõem a maioria da população suportariam um custo claramente desproporcional. De qualquer modo, antes de obter o consenso social a favor da estabilidade, é necessário chegar ao ponto onde a convivência com a inflação é disfuncional, para que a demanda por estabilização atinja a magnitude e a ressonância necessárias.

### **1.3.2.2. Efeitos Distributivos da Inflação e das Políticas Convencionais<sup>63</sup>**

Um dos canais principais na análise dos efeitos distributivos da inflação é o comportamento dos salários reais e das demais rendas nominais fixas ou ajustadas a intervalos determinados, como os aluguéis e aposentadorias<sup>64</sup>.

A tendência natural no processo é a de que os valores reais sejam reduzidos, mas que o grau de indexação cresça paulatinamente de modo a contrarestar o movimento de queda. Isto tende a dificultar a diminuição da inflação nos programas de estabilização, bem como os ajustes na

---

<sup>63</sup>Esta exposição está baseada em BACHA & CARNEIRO(1992) e AMADEO(1994).

<sup>64</sup>Esta abordagem aos efeitos da inflação tem suporte em KEYNES(1971).

competitividade da economia, que tendem a ser alcançados com maior redução na produção e no emprego.

Embora o encurtamento e rigidez nos períodos de ajustamento acabe tendendo a agravar o fenômeno inflacionário, não parece ser um instrumento eficaz para proteger estes valores reais. No caso das remunerações dos trabalhadores ativos, é mais provável que a dinâmica de aceleração inflacionária paulatina mas firme, em resposta a choques externos ou à própria deterioração das expectativas inflacionárias, contribua para sua redução, através dos efeitos nos mercados de bens e fatores de produção, já que invariavelmente a alta da inflação é seguida pela elevação das taxas de juros nominais e reais.

Tal lógica pode ser chamada de estagflacionista, por combinar estagnação com inflação, e envolve vários nexos. Assim, se de um lado a política monetária pode evitar um ataque especulativo ou um surto hiperinflacionário, ao retardar a fuga para ativos reais e moeda estrangeira, reforça a espiral estagflacionista através da redução nos níveis de renda e emprego, bem como do achatamento dos salários reais. Tais resultados sobrevem numa dinâmica marcada pelo enrijecimento das margens de lucro, redução das operações de crédito e da compra de bens duráveis, bem como da demanda por estoques, esta última tornando a oferta agregada menos elástica a aumentos de demanda não esperados, o que pode trazer pressões inflacionárias localizadas e episódicas.

Por outro lado, a incidência do imposto inflacionário e a repartição da poupança financeira tendem a redistribuir renda a favor dos poupadores e camadas médias, e em prejuízo dos que não têm acesso ao sistema financeiro.

Assim, no jogo da indexação imperfeita, embora crescente, os detentores de rendas nominais e salários são prejudicados. Os indivíduos com acesso reduzido ao mercado financeiro tendem a pagar maior fatia do imposto

inflacionário, enquanto os extratos mais aquinhoados são favorecidos pelas taxas de juros mais elevadas. As classes e segmentos com menor capacidade de obter representatividade política não conseguem abocanhar fatias compensatórias da despesa fiscal, o que tende a evitar que a política fiscal seja um instrumento de compensação quando da aceleração inflacionária.

Já no que concerne à estabilização, como salientamos acima, a tendência geral é de que as inflações moderadas possam ser tratadas de maneira convencional e com custos suportáveis<sup>65</sup>. Porém, já nos países com inflações altas e crônicas, o tratamento com políticas fiscais e monetárias ortodoxas pode trazer fortes efeitos negativos em termos de distribuição de renda e bem estar<sup>66</sup>.

Nestas situações, os canais principais acabam sendo a elevação demasiadamente longa ou intensa da taxa de desemprego, e os impactos da política fiscal contracionista sobre os diversos segmentos sociais. Por exemplo, quando o esforço de corte de gastos se concentra nas áreas de educação e saúde, é mais provável que os pobres sejam atingidos, sendo tal contexto favorecido pela existência de representação política assimétrica, patenteada nas culturas de clientelas e no corporativismo.

Cabe salientar que além de efeitos distributivos, tais ajustamentos podem prejudicar a eficiência e produtividade da mão-de-obra no longo prazo, através da redução do investimento e do retorno em capital humano, gerando um custo sistêmico para a economia. Outro aspecto geral para os países da América latina, que contribui para aumentar os custos sociais das políticas de

---

<sup>65</sup> AMADEO(1994) critica a visão de SARGENT(1986) sobre as estabilizações da era Reagan/Thatcher. Contrariamente, apoiando a visão convencional, MELTZER(1994) salienta que a principal aplicação da abordagem heterodoxa sobre inflação e estabilização é a mensagem de que a resistência inflacionária deve ser erradicada antes que se transforme num obstáculo difícil.

<sup>66</sup> Este parece ser o caso da experiência chilena e argentina no início dos anos 70, conforme veremos no capítulo 2. A situação vivida por México e Brasil no início da década de 80 também parece confirmar esta tese.

estabilização, é a reduzida parcela da receita tributária que provem de impostos diretos, em geral mais equânimes.

#### **1.4. A INFLAÇÃO COMO FENÔMENO FISCAL E O SOBREENDIVIDAMENTO (“DEBT OVERHANG”)**

##### **1.4.1. A Inflação como Fenômeno Fiscal**

A partir de um modelo de otimização intergeracional (“overlapping generations model”), SARGENT & WALLACE(1993) mostraram que o nível de preços corrente depende do valor presente e de todo o crescimento futuro antecipado da oferta monetária<sup>67</sup>.

Esta é uma formulação clássica da idéia de que a inflação é um fenômeno fiscal, sendo seu controle dependente do manejo dos déficits públicos. O setor público deve ser capaz de satisfazer sua restrição orçamentária, de modo a equilibrar resultados positivos e negativos ao longo do tempo, evitando assim a perspectiva de monetização dos déficits. Caso não seja possível afastar esta percepção, se os agentes forem racionais, haveria uma tendência à elevação da inflação desde o presente.

Neste sentido, os déficits públicos não serão inflacionários desde que o orçamento seja equilibrado em termos de valor presente, o que configura uma situação conhecida como equivalência ricardiana para as finanças públicas.

Caso a autoridade monetária tente estabilizar a economia sem o devido suporte da autoridade fiscal, a elevação dos gastos com os juros da dívida manterá elevada a inflação esperada, em função das necessidades de financiamento potencial via imposto inflacionário. Em outras palavras, o governo estará apenas redistribuindo a arrecadação de imposto inflacionário ao longo do tempo. Portanto, a noção que coloca os limites fiscais à política

---

<sup>67</sup> Cf. SARGENT & WALLACE(1993). Ver também ZINI JÚNIOR(1994) p. 350.

monetária, conhecida pelo nome de aritmética monetarista desagradável, implica que a redução da taxa de inflação só é sustentável a longo prazo se o imposto inflacionário for substituído por alterações permanentes na estrutura de gastos e receitas públicas<sup>68</sup>.

Os trabalhos recentes da escola de expectativas racionais<sup>69</sup> adotam a hipótese de que os consumidores e firmas formam expectativas racionalmente, ou seja, não cometem erros sistemáticos na avaliação do cenário econômico. A visão mais difundida sobre a natureza das estabilizações apoia-se sobre esta hipótese, bem como sobre os resultados da aritmética monetarista desagradável, concluindo que apenas são bem sucedidos os programas que implementam mudanças no regime fiscal.

No entanto, tal forma de especificar o comportamento das expectativas, bem como a assunção das hipóteses ligadas ao equilíbrio geral de mercados, são criticáveis, pois mesmo nas hiperinflações as elevações não são contínuas e uniformes, sendo freqüente trajetórias irregulares no crescimento dos preços. Em alguma medida, tais traços podem ser atribuídos à existência de contratos com indexação defasada, que tendem a segurar a elevação da inflação.

Nas inflações crônicas e extremas tais características são mais frequentes, sendo razoável considerar alguma inércia na adaptação do comportamento dos agentes econômicos diante da adoção de um plano de estabilização. Como veremos adiante<sup>70</sup>, a inércia é um traço marcante dos

---

<sup>68</sup> Veja BAROSSO FILHO & SUGANUMA(1993), que descrevem uma aplicação feita por Sargent da aritmética monetarista desagradável. Neste caso, Sargent distingue os padrões de financiamento público adotados pela Inglaterra nos séculos XVII e XVIII e pela França no século XVIII. No primeiro caso, consegue-se despertar a percepção de responsabilidade fiscal num critério ricardiano, enquanto na segunda situação isto não ocorre por razões políticas.

<sup>69</sup> Tal visão critica a formulação adotada por Cagan, de que a demanda real de moeda depende da taxa de inflação esperada, e que está é formada com base na hipótese de expectativas adaptativas, ou seja, os agentes incorporam paulatinamente as mudanças discretas no ambiente e estrutura econômicos.

<sup>70</sup> RODRIGUEZ(1982a) e (1982b) utilizam a hipótese de expectativas adaptativas como representação quer para a inércia na formação de preços e salários, quer para a ausência

processos de estabilização em países com inflação crônica ou extrema, mesmo após a ação aparentemente bem sucedida de mecanismos para coordenação das expectativas inflacionárias.

Além da defasagem de tempo para acomodação da inflação, pode-se argumentar a favor da existência de uma forma alternativa de “inércia”, atuante até que sejam vencidas as restrições institucionais à obtenção do equilíbrio intertemporal das finanças públicas. Neste período, o governo consegue manter um programa de estabilização mesmo sem garantir uma reforma fiscal ampla, através de políticas monetária e cambial que podem ser insustentáveis a longo prazo. Na prática, contudo, o espaço existente para isto é difícil de definir a priori, e talvez a teoria econômica não tenha muito a dizer sobre as questões de timing e sobre a capacidade do governo evitar tal dinâmica desfavorável e consolidar a estabilidade<sup>71</sup>.

#### **1.4.2. O Sobreendividamento (“debt overhang”)**

Nas etapas finais da hiperinflação, verifica-se uma corrosão no valor das dívidas passadas e uma redução do valor da base monetária, de forma que ficam facilitadas tanto a obtenção de divisas para lastrear o passivo monetário<sup>72</sup>, quanto a viabilização do ajuste fiscal compatível com o superávit primário e o serviço da dívida.

---

de credibilidade, ambos traços de estabilizações recém anunciadas. VÉGH(1992) deriva resultados semelhantes sob a hipótese de expectativas racionais. Veja item 1.5 adiante.

<sup>71</sup>A experiência mexicana analisada no capítulo 2 parece dar suporte a esta percepção. Ademais, a literatura sobre a adoção e o balizamento de âncoras nominais, discutida no item 1.5, ao destacar a contraposição entre flexibilidade e credibilidade, alerta para a existência de uma área cinzenta na qual o manejo do processo de consolidação da estabilidade parece envolver não apenas o aspecto técnico. Sensibilidade e senso de oportunidade seriam elementos importantes para administrar a complexa transição institucional nos casos de inflação crônica e extrema.

<sup>72</sup> Em princípio, dever-se-ia considerar o valor deste agregado sob condições de estabilidade. Contudo, em face do elevado grau de desmonetização e da adaptação não instantânea da economia à nova realidade, é razoável trabalhar com valores modestos no início do programa.

No entanto, pode-se conceber situações onde a inflação não foi capaz de extinguir o valor da dívida pública interna acumulada ou onde a dívida externa do país é um assunto pendente. Uma interessante possibilidade diz respeito a um caso de inflação extrema sem evolução final para hiperinflação, onde os preços fossem estabilizados pelo recurso a uma combinação de políticas monetária e cambial insustentáveis a longo prazo. Seria provável que a ausência ou insuficiência de esforço fiscal resultasse mais rapidamente em dificuldades com a expansão da dívida pública interna.

As situações onde acumula-se uma dívida pública elevada ou com crescimento explosivo, podem ser descritas como sobreendividamento ("debt overhang")<sup>73</sup>. Tal contexto pode decorrer tanto de uma deterioração típica das fases finais de uma inflação extrema, como da manifestação das restrições fiscais a uma estabilização provisória baseada na política monetária, no bojo da aritmética monetarista desagradável.

A literatura tem explorado possibilidades onde devido ao grande ônus da dívida ou às suas condições desfavoráveis de financiamento, como o perfil e o custo, vê-se dificultada a concessão de novos empréstimos, formando-se uma espécie de círculo vicioso. Isto pode levar à completa ruptura do processo de rolagem da dívida pública, já que a precipitação de uma fuga dos títulos públicos pode transformar-se numa profecia auto-realizável. É provável que tal contexto seja aplicável a países com inflação extrema.

Como vimos acima, de acordo com a visão moderna da inflação como fenômeno fiscal, a evolução deste processo pode conduzir a economia para a hiperinflação. Neste caso, o crescimento da dívida tende a impulsionar a monetização futura dos déficits, bem como a expectativa presente e futura de inflação. Mesmo que não chegando ao estágio hiperinflacionário, as condições

---

<sup>73</sup> Para uma discussão sobre a questão do sobreendividamento e possíveis soluções, veja ZINI JÚNIOR(1989).

de financiamento da dívida pública podem acarretar dificuldades para as políticas monetária e fiscal<sup>74</sup>.

A solução clássica para a questão do sobreendividamento (“debt overhang”) tem sido o recurso à noção de dívida fundada, segundo a qual as condições para servir a dívida não devem ser tão draconianas que a saída seja o repúdio. Fundar uma dívida significa estender os prazos em troca de maiores garantias para pagamento, como por exemplo a identificação clara de receitas para esta finalidade, em analogia com o que acontece numa securitização de títulos. Alguns autores consideram tal forma menos drástica que a imposição de um imposto extraordinário sobre o capital (“capital levy”)<sup>75</sup>, esta última tratada de maneira clássica por KEYNES(1971).

ZINI JÚNIOR(1994) procura discutir alguns casos históricos, com o intuito de mostrar que o restabelecimento de mecanismos de controle monetário dependeu da consecução de um padrão de financiamento sustentável para o endividamento público. Neste sentido, uma forma mais elaborada de enxergar a noção de mudança de regime colocada por Sargent seria encarar a solução do sobreendividamento como uma dimensão da consolidação do equilíbrio intertemporal das finanças públicas<sup>76</sup>.

---

<sup>74</sup> Veja CALVO, G. & GUIDOTTI, P.[1990]. Credibility and Nominal Debt. *IMF Staff Papers*, 27(3), 1990. apud ZINI JÚNIOR(1994) pp. 362 e 384. Sobre o caso brasileiro, veja BELLUZZO & ALMEIDA(1990). Estes autores fazem um diagnóstico da situação brasileira ao final dos anos 80, enfatizando os aspectos negativos para a estabilização, vinculados tanto à rolagem da dívida pública, como à liquidez dos haveres financeiros a ela relacionados.

<sup>75</sup> Um exemplo é ZINI JÚNIOR(1994). Veja MAYER & THUMANN(1990) e DALL’AQUA(1990?) que contem um apanhado sobre a utilização dos bloqueios de ativos monetários na Alemanha de 1948, bem como GONÇALVES(1990) que discute a idéia dos impostos extraordinários sobre o capital no contexto brasileiro. DORNBUSCH & WOLF(1990) analisa os programas de estabilização adotados em condições extremas, na Europa Ocidental e Oriental após a segunda-guerra mundial, onde impostos sobre o capital e bloqueios dos ativos financeiros foram adotados.

<sup>76</sup> Como exemplo recente, ZINI JÚNIOR(1994) cita a Argentina, que adotou o Plano Bonex, em alusão aos títulos indexados ao câmbio e de longa maturação introduzidos. Supostamente as dificuldades com o endividamento governamental e sua contrapartida na política monetária teriam sido removidas, facilitando a adoção do Plano de

Zini tenta ilustrar a questão da sinalização sustentável para o padrão de financiamento público com os casos da Alemanha, França e Itália, durante a primeira metade deste século. O traço característico no primeiro caso teria sido representado pela designação de receitas específicas para o pagamento das reparações em bases sustentáveis, obtida através do Plano Dawes.

Idêntico princípio estaria contido na solução vislumbrada a partir da Caixa de Estabilização criada na França à época de Poincaré. Contudo, este episódio é passível de outras leituras. SARGENT(1986) considera a solução como não tendo nada de diferente das hiperestabilizações clássicas, realizadas através de uma mudança de regime ligada ao ajuste fiscal, de modo a escapar da aritmética monetarista desagradável.

No entanto, GIAMBIAGI(1994) questiona esta visão, salientando que o déficit já havia sido ajustado antes do programa de 1926, tendo a própria dívida pública sofrido uma retração no período 1922-26. Assim, seria difícil sustentar o raciocínio de Sargent, mas também não seria razoável alegar crescimento insustentável do endividamento público<sup>77</sup>. A saída seria explicar o episódio como envolvendo uma crise política e de confiança, estimulada também pelas discussões públicas e especulações sobre a adoção de soluções radicais para o endividamento interno<sup>78</sup>, e que teria sido resolvida

---

Convertibilidade em 1991. Sobre este experimento, também conhecido como Plano Cavallo, em alusão ao Ministro da Economia daquele país, veja item 2.7 adiante.

<sup>77</sup> Cf. GIAMBIAGI(1994) pp. 398-402. Veja também a leitura clássica de MAKINEN, G. E. & WOODWARD, G. T.[1989]. A Monetary Interpretation of Poincaré Stabilization of 1926. *Southern Economic Journal*, July 1989.

<sup>78</sup> A situação francesa apresenta traços bastante semelhantes à experiência brasileira ao final de 1989. A fragmentação política intensa, com coalizões frágeis e sucessivas trocas de comando na área econômica estiveram presentes no Brasil mesmo após 1990. Outros aspectos dizem respeito à prática de taxas de juros elevadas na rolagem da dívida pública, associadas à percepção de que uma solução drástica seria iminente. Tal sinalização, interagindo num quadro de grande indexação, levava a uma aceleração inflacionária intensa que tornava os juros reais ex-post reduzidos. Contrariamente à solução satisfatória obtida na França, este processo conduziu o governo brasileiro à formulação de alternativas de "capital levy" e bloqueios de ativos financeiros, implementados no Plano Collor I em 1990. Veja BELLUZZO & ALMEIDA(1990), DALL'AQUA(1990), GONÇALVES(1990) e MAYER & THUMANN(1990).

pela instauração de uma coalizão política hegemônica em torno do governo de Poincaré<sup>79</sup>.

Ao mesmo tempo que a França enfrentava uma discussão pública contrapondo a inflação à consolidação compulsória da dívida<sup>80</sup>, a Itália e a Bélgica viviam fases de aceleração inflacionária com dificuldades crescentes para a rolagem das dívidas<sup>81</sup>.

O caso italiano também é apreciado por Zini. Sua tese é de que este episódio reflete as dificuldades de gestão monetária quando a dívida de curto prazo é rolada como aplicação financeira substituta próxima da moeda<sup>82</sup>. Não obstante o esforço deste autor, no sentido de mostrar que o recurso à consolidação da dívida, tanto na Itália quanto na Bélgica, não abalou o crédito público, são nítidos os traços de intervenção governamental bastante intensa e a necessidade de recorrer a este expediente por mais de uma vez, como parece ter sido o caso da Itália em 1934<sup>83</sup>.

As explicações para estes episódios não descartam a possibilidade de problemas de credibilidade e inconsistência temporal de políticas econômicas, cuja resolução volta a depender do ajuste estrutural dos gastos e receitas públicas. Em primeiro lugar, não é simples detectar em que grau a solução do sobreendividamento é inexorável para a percepção de que a estabilização é sustentável. Muitas vezes a avaliação da natureza das restrições ao atendimento do equilíbrio fiscal é complexa, destacando-se a presença de

---

<sup>79</sup> Cf. GIAMBIAGI(1994) pp. 406-8.

<sup>80</sup> KEYNES(1971) oferece uma discussão clássica sobre a dicotomia entre inflação e impostos extraordinários sobre o capital, sugerindo que a inflação é um caminho ineficiente para resolver os desequilíbrios fiscais estruturais.

<sup>81</sup> Veja descrições da problemática geral em GIAMBIAGI(1994) e ZINI JÚNIOR(1994).

<sup>82</sup> ZINI JÚNIOR(1994) faz uma aplicação deste raciocínio à política econômica brasileira recente. As questões relacionadas às dificuldades para a gestão monetária no Brasil serão abordadas de maneira rápida no capítulo 3.

<sup>83</sup> Cf. ZINI JÚNIOR(1994) pp. 375-379.

elementos políticos e de credibilidade na formação das expectativas da sociedade e dos credores do governo.

Por outro lado, a imposição de esquemas mais satisfatórios de rolagem das dívidas, ou mesmo o estabelecimento de garantias adicionais para o financiamento de seu serviço no futuro, pode ser interpretada como indicador explícito ou implícito de que haverá um confisco de capital<sup>84</sup>, ou seja, existirão perdas no valor da dívida. Assim, talvez seja mais importante para o governo manter o crédito público<sup>85</sup>, no sentido de evitar qualquer sinalização de desvalorização unilateral da dívida, concentrando-se na superação do círculo vicioso representado pelo desequilíbrio no fluxo corrente de gastos e receitas. Como vimos anteriormente, é mais razoável considerar a redução significativa da inflação como etapa prévia ou no máximo simultânea ao encaminhamento da solução definitiva para a questão fiscal.

### **1.5. A DINÂMICA DA ECONOMIA COM UMA ÂNCORA CAMBIAL OU MONETÁRIA**

Neste item faremos um painel geral sobre os resultados teóricos mais importantes relacionados à aplicação de uma âncora cambial ou monetária em programas de estabilização, complementando o exame das alternativas para a formulação de planos capazes de lidar com a inflação extrema.

---

<sup>84</sup> Esta questão é complexa. Em tese, existiriam diversas alternativas para evitar tal sinalização, como a alocação de receitas para o pagamento de juros, especialmente através de disposições legais supremas ou difíceis de ser revogadas. Contudo, como lidamos com fenômenos que dependem da psicologia das massas, pode-se questionar se as fontes serão suficientes, ou ainda se o alívio nas condições de financiamento não levará a indisciplina na execução orçamentária corrente, entre outros aspectos. GIAMBIAGI(1994) analisa o caso da França com algum detalhe, mostrando a natureza sensível da percepção do público quanto às soluções prováveis para o endividamento governamental.

<sup>85</sup> GIAMBIAGI(1994) chama atenção para o fato da Comissão de Experts formada na França ter recomendado fortemente a manutenção do crédito público. Contudo, como salienta ZINI JÚNIOR(1994), as medidas tomadas por Poincaré na França levaram à queda das taxas de juros e ao alongamento da dívida, o que indicaria que este atributo não foi abalado pela reforma de 1926.

Iniciamos com uma rápida introdução, seguida da descrição da trajetória das variáveis macroeconômicas para cada uma das opções, âncora cambial ou monetária. Apresentamos algumas explicações sugeridas pela literatura para as características exibidas em cada situação, sendo discutidos a seguir os principais resultados. Um resumo rápido dos aspectos fundamentais que deveremos reter como referencial para as etapas seguintes do trabalho é apresentado ao final do capítulo.

### **1.5.1. Introdução**

Por âncoras nominais referimo-nos à fixação da trajetória de variáveis nominais, tradicionalmente a taxa de câmbio nominal ou o estoque nominal de moeda, em algum conceito considerado relevante. Sua utilização visa fornecer balizamento e suporte para o ajustamento dos preços nominais no ensejo de um programa de estabilização, quando dá-se a transição de um regime de alta inflação para a estabilidade de preços. Especialmente em países com inflação crônica ou extrema<sup>86</sup>, a presença de indexação formal e informal, a aplicação no passado recente de uma política monetária ou cambial acomodatória, bem como a tendência para ausência inicial de credibilidade, contribuem para o aumento do padrão de resistência inflacionária, sendo recomendável a adoção de uma ou mais âncoras nominais.

Existem diversas variantes teoricamente concebíveis, e a literatura refere-se a uma série de experimentos cujos desenhos foram variados<sup>87</sup>. Um dos cortes relevantes seria o da opção entre a fixação do valor nominal e o estabelecimento de metas de variação nominal decrescente, visando conduzir gradualmente o processo de acomodação das expectativas e dos índices

---

<sup>86</sup> Uma discussão preliminar sobre os diversos processos inflacionários foi realizada acima.

<sup>87</sup> Um apanhado de algumas possibilidades será fornecido no capítulo 2.

inflacionários<sup>88</sup>. Outra distinção interessante, útil inclusive para explicitar a forma de apresentação adotada a seguir, diz respeito à possibilidade de desenhos híbridos<sup>89</sup>, envolvendo mais de uma âncora ou o balizamento conjunto de mais de um preço-chave.

Não aprofundaremos aqui aspectos mais específicos e detalhes de operacionalização peculiares à escolha de uma determinada opção como, por exemplo, no bojo da discussão da âncora monetária, a questão de qual o agregado elegível para o controle. Nossa exposição visa formar um quadro geral sobre a trajetória das principais variáveis macroeconômicas durante um programa hipotético.

A dinâmica da desinflação com uma âncora cambial ou monetária, como veremos em maior detalhe na análise de diversos programas feita no capítulo seguinte, é marcada pela lentidão na convergência entre a taxa de inflação observada e a taxa de variação ou balizamento dado pela meta nominal. Este fato, aparentemente paradoxal, despertou grande interesse na literatura. A trajetória da pesquisa para explicá-lo propiciou o mapeamento e caracterização da dinâmica macroeconômica de uma economia sob cada uma das opções, a partir de algumas abordagens que trataremos sumariamente a seguir.

Duas foram as direções básicas desenvolvidas. Uma delas procurou racionalizar a ineficácia ou fracasso dos programas a partir da idéia de inércia inflacionária, enquanto a outra buscou a justificativa na ausência de credibilidade por parte dos agentes econômicos. Outra preocupação básica

---

<sup>88</sup> Esta última versão é referida, às vezes, como prefixação, sendo que no caso de uma âncora cambial têm sido chamada de "tablita". Nos casos mais recentes, após a fase de redução inicial da inflação, a ancoragem mais firme tem sido substituída por bandas cambiais fixas ou com paridades centrais deslizantes. Nestas situações, pode-se dizer que a ancoragem cambial dá-se quando a redução da taxa de variação do câmbio antecipa-se à redução da inflação. Sobre as bandas cambiais, veja ARAÚJO & FEIJÓ FILHO(1993) e LEIDERMAN & BUFMAN(1995).

<sup>89</sup> Alguns dos programas que seguem estas estruturas serão descritos no capítulo 2, sendo que a lógica das alternativas heterodoxas será apresentada no item 1.6 a seguir.

neste tipo de estudo, foi a tentativa de explicar a trajetória de expansão com posterior retração na atividade econômica, experimentada pelos programas com âncora cambial, mas ausente nos programas com âncora monetária.

### **1.5.2. A Dinâmica da Economia com uma Âncora Cambial ou Monetária**

RODRIGUEZ(1982)<sup>90</sup>, trabalhando um modelo dinâmico para a âncora cambial, mostrou que diante de uma inércia expectacional, racionalizada pela idéia de expectativas adaptadas, não só a convergência inflacionária é lenta, como envolve o referido padrão cíclico, com expansão e posterior contração da atividade econômica, observado em programas com âncora cambial explícita ou em alguns planos heterodoxos<sup>91</sup>. Já DORNBUSCH(1982) parte da hipótese de expectativas racionais e não recorre a qualquer expediente que simule ausência de credibilidade. Seus resultados, essencialmente os mesmos de Rodriguez, decorrem da existência de inércia na formação dos preços.

CALVO & VÉGH(1990 e 1994) procuram explicar os aspectos mais polêmicos, mas refinando formalmente a análise e criticando as bases das quais haviam partido Rodriguez e Dornbusch. No entender de Calvo e Végh, a abordagem adotada nos trabalhos anteriores dependia de uma especificação para a demanda agregada onde esta é função crescente da taxa de câmbio real, ou seja, da relação entre o preço dos bens comerciáveis e domésticos medidos na moeda nacional, e decrescente da taxa real de juros.

Num modelo mais geral de 2 setores (comerciável e não-comerciável), onde estão presentes a substituição intertemporal entre consumo presente e

---

<sup>90</sup> RODRIGUEZ(1981a), (1981b), (1982a) e (1982b) tinham como preocupação específica as experiências do Chile e da Argentina no final dos anos 70, que serão analisadas no capítulo 2.

<sup>91</sup> Trata-se de programas que combinam âncoras nominais e mecanismos de coordenação de expectativas inflacionárias, estes últimos chamados de heterodoxos ou não convencionais.

futuro, bem como restrições de liquidez do tipo "cash-in-advance"<sup>92</sup>, a relação entre demanda agregada e taxa de juros só é válida se a elasticidade de substituição no consumo for maior que a elasticidade de substituição entre bens comerciáveis e não-comerciáveis, o que é uma questão empírica<sup>93</sup>. No entanto, no modelo de Calvo e Végh, mesmo que não haja credibilidade imperfeita, e desde que exista outra maneira de racionalizar a inércia, por exemplo como feito por Dornbusch, os resultados de Rodriguez serão válidos mesmo com expectativas racionais.

Qual é então a dinâmica básica da economia sob um plano com uma âncora cambial ou monetária, assumindo-se, inicialmente, que não há ausência de credibilidade ? Antes de responder, temos que enunciar o conjunto de hipóteses<sup>94</sup>. Além da presença de substituição intertemporal de consumo e da restrição de liquidez "cash-in-advance", é postulada a existência de substituição monetária ("currency substitution"). Desta forma, além de restringidos pela liquidez global, ou seja em moeda nacional e estrangeira, os agentes podem mudar sua preferência entre as 2 parcelas (substituição monetária). O lado real é formado pelo setor de bens comerciáveis, no qual a produção é exógena e os preços flexíveis, ao passo que no setor de bens domésticos há lentidão no ajustamento dos preços<sup>95</sup>.

---

92 A suposição de que os agentes econômicos são sensíveis à liquidez para efetuar transações enfatiza o uso da moeda para transações. Do ponto de vista analítico, equivale à suposição de que moeda e bens não são separáveis na função utilidade, ou ainda que a utilidade marginal da moeda depende do valor do dispêndio. Falaremos um pouco mais das propriedades deste tipo de modelo a seguir.

93 Alguns estudos mostram que para alguns países em desenvolvimento tal condição não se verifica. Cf. CALVO & VÉGH(1990) e (1994). Veja comentários ao final da seção 1.5.3.

94 Nesta exposição estaremos tomando por base a derivação formal e a demonstração dos resultados em um modelo dinâmico formulado por CALVO & VÉGH(1990). Veja também CALVO & VÉGH(1992), EDWARDS(1992a), KIGUEL & LIVIATAN(1992b) e (1994), GUERRA JÚNIOR(1993) e SANTOS NETO(1993).

95 Implicitamente, podemos admitir que haja capacidade ociosa no setor de bens domésticos, enquanto que no caso dos bens comerciáveis o ajuste tende a se dar pela deterioração do saldo da balança comercial.

Admitindo-se que seja implementada uma âncora cambial, a taxa de desvalorização cambial se reduz, o que faz declinar a taxa de juros, dada a existência de arbitragem maior ou menor entre juros internos e externos, dependendo do grau de mobilidade dos capitais. Deste modo, reduz-se o custo de oportunidade da moeda e do consumo, e a demanda por moeda doméstica cresce, ao passo que tem lugar um efeito-riqueza pelo fim do imposto inflacionário. O consumo de bens comerciáveis sobe, tanto pelo efeito do aumento da liquidez, quanto pela substituição intertemporal, mas como a taxa cambial é fixa e a produção deste bens exógena de saída, ocorre uma elevação na demanda pelos bens domésticos da economia, embora a procura pelos bens comerciáveis possa ser parcialmente atendida através de uma redução no saldo da balança comercial. De qualquer forma, impede-se uma queda proporcional na taxa de variação dos preços dos bens domésticos, que continua superior à taxa de desvalorização cambial.

Assim, a taxa de juros real também é menor, dada a redução menos intensa na inflação, já que esta é uma média entre a evolução dos preços de bens comercializáveis e não-comercializáveis, e a taxa de câmbio real se valoriza, pela elevação relativa no preço dos bens domésticos, ao mesmo tempo que a economia experimenta um aumento no nível de atividade.

No caso de uma âncora monetária, a inflação também tende a se reduzir e os efeitos distributivos e de riqueza mencionados também tendem a elevar o consumo de bens comerciáveis e a demanda de moeda. Mas para restaurar o equilíbrio monetário o produto global cai, em função da regra de ajuste nominal da moeda, de modo que a inflação fica abaixo da taxa de juros nominal, ou seja, a taxa de juros real sobe. Como resultado do aperto de liquidez, há ingresso de capitais externos, iniciando-se uma apreciação nominal com valorização real da taxa de câmbio. Desenvolve-se uma conjuntura

deflacionária, tanto do lado do câmbio como da taxa de juros real, sendo esperada uma queda na demanda agregada, no produto e no emprego.

Se introduzirmos a ausência de credibilidade no modelo, devemos considerar que por um período de tempo determinado a desvalorização cambial ou a variação do agregado monetário se igualam ao previsto no programa, retornando logo após aos níveis iniciais.

No caso da âncora cambial, a redução da desvalorização deprime a taxa de juros (como antes), originando um aumento no consumo de bens comerciáveis (como antes), mas neste caso o efeito riqueza não é considerado pois a política é vista como temporária. Como o ajuste acaba forçando uma elevação na demanda do setor doméstico, a inflação cai menos que a desvalorização, dando lugar a uma valorização da taxa de câmbio real, uma deterioração nas contas externas, até que a política seja abandonada ou que haja um ajuste deflacionário, ou seja, a queda da produção e do emprego force uma redução na inflação doméstica. Tal ajuste pode ocorrer pois a medida que encarecem os bens domésticos, a tendência a formar-se um excesso de oferta faz que a produção caia abaixo do nível de pleno emprego.

No caso da âncora monetária<sup>96</sup>, mesmo com credibilidade imperfeita a dinâmica tende a ser marcada por uma trajetória contracionista. A redução na taxa de variação do agregado monetário força o produto e a inflação para baixo, mas a elevação da taxa de juros real atrai recursos externos o que aprecia a taxa de câmbio nominal (e real)<sup>97</sup>. Deve-se observar um déficit em

---

<sup>96</sup> RODRIGUEZ(1981b), num interessante mas pouco citado trabalho, desenvolve um modelo teórico dinâmico, muito similar ao de seu trabalho clássico de 1982, mas aplicado a uma alternativa de âncora monetária.

<sup>97</sup> Uma possibilidade interessante estaria associada aos impactos expansionistas do aumento da renda real em termos de bens comerciáveis, em função da apreciação cambial, sobre a demanda agregada e o nível de atividade. Embora tal hipótese possa parecer atraente, particularmente quando existe credibilidade imperfeita quanto a um programa de liberalização comercial, cabe indagar se a absorção de poupança externa não é capaz de suprir a demanda, inibindo o crescimento da atividade econômica. Sobre

conta corrente do balanço de pagamentos com recessão, pois a marca desta opção parece ser o fato da subida da taxa real de juros evitar um superaquecimento da economia, apesar da valorização da taxa de câmbio real<sup>98</sup>. Pode-se, também neste caso, atingir um ponto no qual o excesso de oferta de bens não-comercializáveis é suficiente para iniciar a reversão endógena da valorização na taxa de câmbio real.

### **1.5.3. Hipóteses Explicativas para as Trajetórias sob uma Âncora Cambial ou Monetária<sup>99</sup>**

Este subitem visa explicar melhor alguns dos nexos causais entre nossas hipóteses, como expectativas adaptativas ou ausência de credibilidade, e os fatos estilizados principais, como a trajetória cíclica do nível de atividade, elevação nas importações de bens duráveis, a valorização cambial, dentre outros resumidos no subitem 1.5.4. adiante.

Em primeiro lugar, seria interessante levantar hipóteses sobre os efeitos gerais da redução da inflação sobre a demanda agregada, independentemente de tratar-se de uma âncora cambial ou monetária. Uma primeira alternativa, tende a enfatizar o aumento da demanda associado à redistribuição da renda real, acompanhada de mudança na composição da produção, configurando um processo de alteração dos preços e salários relativos, em geral favorecendo as camadas da população com maior propensão marginal a consumir<sup>100</sup>.

---

este debate, veja MACROMÉTRICA(1994-1995), exemplar de 9 fev. 1995, escrito por Edward Amadeo.

<sup>98</sup> Uma questão interessante consiste na verificação do eventual significado e das condições sob as quais, diante de uma apreciação da taxa de câmbio nominal e de uma alta da taxa de juros real, possa haver um aquecimento da economia. Uma pista parece estar na relação entre a elasticidade de substituição no consumo e a elasticidade de substituição entre bens comerciáveis e domésticos, da qual dependeria a relação inversa entre taxa de juros real e demanda agregada.

<sup>99</sup> Nossas fontes principais são CALVO & VÉGH(1994) e SANTAELLA & VELA(1994).

<sup>100</sup> Veja MACROMÉTRICA(1994-1995), exemplar de 9 fev. 1995, escrito por Edward Amadeo.

Adicionados os efeitos da redução drástica no imposto inflacionário<sup>101</sup>, o cenário que transparece é expansionista, não ficando claro como poderia haver uma reversão cíclica posterior, no caso de uma âncora cambial, ou mesmo porque não deveria ocorrer um aquecimento da economia sob uma âncora monetária.

Uma segunda vertente, enfatiza os efeitos sobre a demanda agregada decorrentes da diminuição do risco de variabilidade dos preços relativos<sup>102</sup>. Assim, a redução da volatilidade de preços relativos estimularia o investimento, tendendo a aumentar a demanda por ativos reais, ou reduzindo a taxa de retorno necessária para reter o atual estoque de capital. Além disso, a estabilização pode gerar um incentivo à oferta agregada, não só devido à maior eficiência alocativa na produção, como também pela transferência de recursos das atividades financeiras para as demais.

Além de aumentar o investimento e o nível de atividade, tal dinâmica leva a um crescimento endógeno do salário real, o que aliado à redução de sua variabilidade, desloca para cima o patamar de consumo privado à cada nível de renda real. Nesta hipótese, trata-se de um aumento de uma vez só no dispêndio global e no nível de atividade, novamente incapaz de explicar por si só reversões cíclicas, além de não ser facilmente aplicado a economias sob uma âncora monetária.

Dada a dificuldade para explicar a trajetória cíclica dos programas com âncora cambial através de variações na demanda, algumas suposições têm sido aventadas considerando o até então pouco explorado lado da oferta.

---

**101** Além do efeito de redistribuição de renda, a queda no imposto inflacionário poderia gerar um efeito riqueza expansionista, mas apenas num contexto de inobservância da equivalência ricardiana nas finanças públicas.

**102** O argumento a seguir está baseado em ARIDA, Pêrsio.[1994]. Estabilização e Crescimento. *Gazeta Mercantil*, 30. set/02. out. 1994, Caderno Fim de Semana, p. 2.

Analisa-se os efeitos do lado da oferta, admitindo-se que há credibilidade no programa<sup>103</sup>. Enfatiza-se que a estabilização pode aumentar o valor marginal da riqueza e alterar a oferta de trabalho. Pode-se interpretar o contexto inflacionário como impondo uma cunha entre a rentabilidade interna e externa dos investimentos, já que a inflação faz crescer o custo do capital de giro. Quando a alta de preços cede, há um aumento da inversão e do nível de atividade, que também tem lugar quando supõe-se que a moeda seja um insumo complementar aos bens de capital. Contudo, não é tão fácil explicar a retração, independentemente de uma eventual perda de confiança no programa, sendo que algumas opções são a suposição de que existem hiatos para maturação dos investimentos, custos de ajustamento ou restrições de liquidez do tipo "cash-in-advance".

No caso do boom de consumo de bens duráveis, DRAZEN(1990)<sup>104</sup> sugere tratar-se de hedge contra o colapso da taxa cambial no futuro, o que é mais provável quando existem controles cambiais mais ativos ou uma crença de que restrições comerciais adicionais serão introduzidas para evitar uma trajetória insustentável do balanço de pagamentos. De modo geral, a hipótese básica, enfatizada na maioria das análises, é a de credibilidade imperfeita. Um fator também importante, embora menos comentado, é a possibilidade de existir um programa de abertura comercial em andamento. Neste caso, podendo existir dúvidas sobre sua continuidade, é provável que os agentes busquem antecipar as compras de bens importados.

Por outro lado, o efeito riqueza positivo associado à estabilização também pode explicar o boom de consumo de duráveis, pois ele propicia a

---

<sup>103</sup> Veja ROLDOS, Jorge.[1993]. On Credible Desinflation. International Monetary Fund, Working Paper n° 93/90, 1993. e URIBE-ECHEVARRIA, Martin.[1994]. Exchange Rate-Based Inflation Stabilization: The Initial Real Effects of Credible Plans. University of Chicago, Mimeo, 1994, ambas apud (citadas por) SANTAELLA & VELA(1994).

<sup>104</sup> DRAZEN, A.[1990]. Can Exchange Rate Freezes Induce Business Cycles. University of Mariland, Mimeo, 1990 apud (junto a) SANTAELLA & VELA(1994).

redução do "timing" para a reposição destes bens, antecipando e concentrando a demanda por eles. Isto pode elevar a produção corrente, mas quando o efeito se desfaz a atividade econômica recua. Nestes casos, a existência de um intervalo para reposição é racionalizado pela presença de custos de transação.

Uma outra linha de explicação para a existência de um aumento com posterior retração na aquisição de bens duráveis e importados, também relacionada aos fatos marcantes na área externa com a adoção de uma âncora cambial, está acentada na hipótese de segmentação do mercado de crédito e novamente prescinde da idéia de credibilidade imperfeita<sup>105</sup>. Supõe-se que existam 2 tipos de agentes econômicos: os que têm acesso a crédito a taxas internacionais e os que não têm. Estes últimos podem tomar empréstimos com prestações fixas ou taxa nominal constante, mas o fluxo real de pagamentos nesta forma é tão proibitivo no cenário inflacionário, que praticamente detem estas operações.

Quando a inflação se reduz, os indivíduos passam a ter acesso ao crédito interno, eventualmente trazido pelos agentes com acesso ao capital externo<sup>106</sup>, mas repassado via sistema bancário local, o que tende a aumentar o volume de crédito concedido na economia<sup>107</sup>. Assim, a recuperação do crédito tende a aumentar as compras, gerando os efeitos conhecidos sobre câmbio real, balança comercial, etc. Neste caso, dado que existe demanda reprimida por crédito, sua expansão parece ser socialmente desejável, ou seja,

---

<sup>105</sup> Cf. GREGÓRIO, J. de., GUIDOTTI, P.E. & VÉGH, C.A.[1993]. Inflation Stabilization and the Consumption of Durable Goods. International Monetary Fund, Mimeo, 1993. apud CALVO & VÉGH(1994).

<sup>106</sup> Outra possibilidade é que, ao invés dos residentes buscarem recursos no exterior, os estrangeiros tragam recursos para aplicação em investimentos no mercado doméstico em função da expectativa de que o programa é crível, ou simplesmente para usufruir de um diferencial de juros atrativo.

<sup>107</sup> Uma exploração dos efeitos do crescimento muito forte do crédito interno em geral, é dada por RODRIGUEZ(1993), focalizando o caso do programa argentino de convertibilidade (1991).

seria uma situação onde as autoridades não deveriam utilizar instrumentos de política econômica para conter a expansão.

Uma outra alternativa pelo lado da oferta, postula que o capital e a mão-de-obra são empregados numa proporção fixa, ao mesmo tempo que o pagamento dos salários está sujeito a restrições de liquidez do tipo "cash-in-advance". A redução das taxas de juros barateia relativamente o fator trabalho, o que tende a aumentar o estoque de capital desejado e o salário real, valorizando a taxa de câmbio real. Neste caso, com credibilidade perfeita, desenvolve-se uma expansão na economia não resultante de fatores distorcivos.

Poder-se-ia indagar o motivo da exploração de alternativas para explicar estes aspectos da dinâmica de um programa com âncora cambial, se os efeitos finais, por exemplo, de um desequilíbrio na balança comercial são praticamente os mesmos. A razão é que do ponto de vista da política econômica isto não é verdade.

A origem do desdobramento afeta a resposta das autoridades. Assim, uma bolha de consumo resultante de ausência de credibilidade deve ser reprimida, pois reflete decisões tomadas com base na insustentabilidade do programa. Já as diversas alternativas para a formação de um ciclo de compras de bens duráveis de consumo parecem explicar um ajustamento natural a um plano de estabilização crível, não requerendo ação neutralizadora da autoridade monetária. Por outro lado, se é a inércia inflacionária que gera um padrão cíclico, pode ser necessário eliminar restrições institucionais, de modo a retirar significado das práticas de formação de preços e contratos com base na inflação passada.

No entanto, como alertado adiante (1.7.2), o caso geral enfrentado pelos formuladores de política econômica é o de um boom de demanda genérico, sendo o diagnóstico sobre sua origem e natureza uma questão

delicada e complexa, dificultando a decisão das autoridades quanto à dosagem de políticas restritivas que deve ser administrada à economia.

E por último, devemos mencionar algumas limitações dos modelos mais recentes, especialmente os que assumem restrições de liquidez do tipo "cash-in-advance" e substituição intertemporal de consumo<sup>108</sup>.

No primeiro caso, a especificação adotada impede que sejam contemplados os benefícios de bem estar resultantes da estabilidade, pois o equilíbrio real da economia passa a ser independente da redução permanente da inflação. Assim, mesmo quando uma estabilização com âncora cambial é obtida provisoriamente, existem efeitos econômicos importantes, inclusive do lado da oferta como a migração de recursos para o setor produtivo, cujo efeito em termos de aumentar o bem estar podem justificar os custos de uma trajetória de volatilidade dos juros e de intensa reversão no ciclo de negócios, típicos desta opção, mas que não são captados em modelos com restrição de liquidez do tipo "cash-in-advance".

Um segundo ponto, resulta do fato destes modelos tratarem a taxa de juros real como aproximadamente invariável, não sendo capazes de explicar a dinâmica de altas taxas reais de juros verificada em alguns planos de estabilização, tanto os claramente ligados a âncoras cambiais, mas especialmente aqueles programas híbridos ou heterodoxos, mas que contem traços da dinâmica aqui analisada<sup>109</sup>.

Uma terceira limitação resulta do fato da importância da substituição intertemporal ser questionada empiricamente<sup>110</sup>. REINHART & VÉGH(1994b) realiza um teste abrangente sobre a relevância empírica da hipótese de

---

<sup>108</sup> Cf. CALVO & VÉGH(1994).

<sup>109</sup> Na seção 1.2.4. acima, fornecemos algumas alternativas para a racionalização das taxas de juros elevadas no início dos programas de estabilização em geral.

<sup>110</sup> Segundo CALVO & VÉGH(1994) e REINHART & VÉGH(1995), estimativas recentes mostram que a elasticidade de substituição é baixa mas diferente de zero em vários programas de estabilização testados.

substituição intertemporal de consumo. O experimento é constituído de 2 partes: primeiramente, verifica-se o valor e a significância das estimativas para a elasticidade-substituição no consumo; um segundo passo consiste na realização de simulações para avaliar se as quedas nas taxas de juros nominais seriam capazes de gerar expansões no consumo similares às ocorridas. Aplicam-se os procedimentos a três programas com tablita cambial (Argentina, Chile e Uruguai) e quatro programas heterodoxos (Austral, Cruzado, Israel e México).

Em relação ao primeiro passo, obtiveram-se elasticidades baixas mas significativas, a maioria em torno de 0,2. Já a performance nas simulações chegou a resultados não decisivos. Para as tablitas uruguaia e argentina o modelo não capturou qualquer expansão, enquanto que para o Cruzado, Israel e México ele foi capaz de explicar 90-120% da variação ocorrida no consumo. Por fim, este estudo traz um avanço, ao substituir a restrição de liquidez do tipo "cash-in-advance", que implica numa velocidade renda da moeda constante, pela hipótese de existência de custos de transação crescentes em relação ao nível de consumo e decrescentes em relação aos saldos monetários reais.

## 1.5.4. Âncoras Nominais Clássicas e a Estabilização: Principais Resultados e Fatos Estilizados<sup>111</sup>

### 1.5.4.1 Âncora Cambial

Esta alternativa tem sido discutida em três variantes básicas. A mais branda envolve a prefixação da evolução da taxa cambial. Uma versão intermediária envolve uma fixação da paridade por tempo indeterminado<sup>112</sup>.

Num terceiro caso, diferentemente dos dois primeiros, mais do que a utilização como balizador da evolução esperada da inflação pós-programa, a fixação da taxa de câmbio é simultânea à implementação de um regra de convertibilidade, que transforma a natureza do instrumento ao envolver uma restrição ao processo de criação de moeda e, por consequência, ao financiamento público. Tal estrutura constitui uma forma extrema de âncora cambial, inspirada nas experiências de países pequenos e ex-colônias onde antes circulava a moeda da metrópole, depois substituída pela emissão de moeda local, seguindo uma estrita regra de conversibilidade.

Tal alternativa é chamada de "currency board"<sup>113</sup>, ou caixa de conversão<sup>114</sup>. A adoção deste tipo de opção envolve diversos aspectos operacionais, como a escolha da moeda ou cesta de referência, a destinação

---

<sup>111</sup> Algumas das referências mais interessantes que tratam o assunto, são: FISCHER(1986), BARBOSA(1992), CALVO & VÉGH(1992), CARVALHO(1992b), EDWARDS(1992a), VÉGH(1992), BATISTA JÚNIOR(1993b) e (1993c), CARVALHO [Cardim de, (1993)], GUERRA JÚNIOR(1993), SANTOS NETO(1993), SVENSSON(1993), KIGUEL & LIVIATAN(1994), SANTAELLA & VELA(1994), SIKLOS(1994) e ALMONACID & LOPES(1995).

<sup>112</sup> É possível observar neste caso distintos graus de compromisso, desde variantes mais flexíveis, como a fixação condicionada à disciplina salarial feita em Israel, até a determinação da taxa cambial em lei, como na Argentina em 1991. Mais detalhes no capítulo 2.

<sup>113</sup> A nível de literatura geral sobre o tema, consulte WALTERS(1987), HANKE & SCHULER(1991), VILLANUEVA & OSBAND(1992), WORLD BANK(1992) e BENNETT(1993).

<sup>114</sup> Discussões sobre a caixa de conversão, envolvendo aplicações ao caso brasileiro, são realizadas em LOPES(1989), RESENDE(1992a) e (1992b), YOSHINO(1993), BATISTA JÚNIOR(1993a) e (1994), HABDA(1994) e BARROS(1995).

da senhoriagem, o percentual de cobertura ou lastro, dentre outras. Sua principal limitação decorre da perda da taxa cambial como eventual instrumento de ajuste externo, bem como da vinculação da política monetária ao ambiente e à evolução das contas externas. Ademais, fica limitada a capacidade do governo em geral<sup>115</sup> prestar socorro de liquidez ao sistema bancário doméstico.

Quais os mecanismos pelos quais estas opções poderiam facilitar o processo de estabilização ? Nas versões mais brandas, os efeitos fundamentais referem-se ao balizamento dos custos (insumos importados) e dos preços de exportáveis, bem como à sinalização cadente indireta para os preços dos bens que competem com as importações. Ademais, tendem a ocorrer ganhos em termos de formação das expectativas quanto à evolução dos demais preços, inclusive bens domésticos e serviços. Parece claro que os impactos são mais intensos no caso de uma economia onde os fluxos de comércio exterior são mais importantes do ponto de vista do padrão de consumo e produção, permitindo uma ação mais forte tanto diretamente, como indiretamente através das expectativas inflacionárias.

No caso da versão estrita, comentada acima, adicione-se a credibilidade eventualmente propiciada pelo estabelecimento de uma regra exógena de criação de moeda, bem como o efeito expectacional associado à sinalização de maior disciplina fiscal. Assim, a fixação de uma regra e a garantia de sua obediência deve funcionar como indicador da possibilidade de efetivação de uma provável mudança de regime fiscal e monetário. Isto pode, na linha

---

**115** Pode-se imaginar diversas estruturas formais para um sistema monetário como o da caixa de conversão. Desde uma variante onde o Banco Central fica legalmente compelido a seguir a regra de convertibilidade, até casos onde BC e caixa de conversão são órgãos separados, ou mesmo situações onde o BC está incorporado ao "currency board". Contudo, é razoável supor que quanto mais sofisticado o sistema financeiro doméstico, maior é o risco potencial de uma simplificação operacional e de uma regra monetária estrita como esta.

desenvolvida acima, desencadear uma espiral favorável à consolidação do processo de estabilização.

Considera-se, em geral, que as duas primeiras modalidades estejam mais suscetíveis a reversões, gerando menor trauma para a credibilidade da política de estabilização em caso de recuo das autoridades, mas eventualmente envolvendo prejuízo quanto à eficácia na redução da inflação.

A eficácia da âncora cambial em geral dependerá da existência de condições que tornem mais ágeis os canais de transmissão de seus efeitos para a formação de expectativas e daí para o comportamento efetivo dos agentes econômicos. Podemos mencionar alguns destes atributos:

a) volume de reservas adequado, em face das necessidades do setor externo (impactos sobre exportações, importações, fluxos de capital, etc), bem como considerando-se algum agregado monetário e a trajetória de remonetização, no caso da incorporação de uma regra de convertibilidade;

b) utilização relativamente disseminada de indexadores cambiais nos contratos em geral, bem como maior interligação entre a formação de preços no mercado interno e externo, provavelmente ligada ao grau de abertura. Parecem comuns tentativas de apressar a liberalização comercial para potencializar estes efeitos. Contudo, a eventual expectativa de que tal política será revertida reduz a eficácia do programa;

c) a reforma e o ajuste fiscal mencionados anteriormente devem ser compatíveis com a restrição monetária ao financiamento de eventuais déficits remanescentes;

d) os salários devem ser desvinculados da inflação passada, a fim de não acumular aumentos reais incompatíveis com a elevação da produtividade da economia, o que pode gerar perda de competitividade dos bens comercializáveis (exportações e substitutos de importações) e desajustes em outros preços relativos.

Uma das vantagens desta opção é a vinculação entre os agregados monetários internos e a entrada de reservas internacionais, que pode fornecer um guia para a política de remonetização. Por outro lado, a taxa de juros tende a convergir mais rapidamente para os níveis internacionais, o que acaba favorecendo a formação de capital a nível doméstico e o ajuste estrutural do setor produtivo.

Além disso, a situação fiscal não sofrerá deterioração pela esterilização de entradas de capitais externos, efeito que é mais importante quanto maior a mobilidade de capitais. No entanto, corre-se o risco de que o impacto destes fluxos em termos de ampliação do crédito doméstico acentue o desequilíbrio externo e a valorização cambial<sup>116</sup>.

As avaliações da aplicabilidade da âncora cambial têm apontado na direção de enfatizar uma série de desvantagens e riscos associados à sua eventual adoção, entre os quais podemos citar :

a) Em vista da divergência entre as velocidades de acomodação dos preços nominais e da taxa cambial, a taxa de inflação residual seria muito elevada, gerando uma apreciável sobrevalorização cambial, principalmente num contexto de uma economia relativamente fechada. Em decorrência, as alterações de preços relativos podem ocasionar retração das exportações e expansão das importações. Ter-se-ia que considerar os efeitos sobre o emprego e a produção, bem como a eventual perda de graus de liberdade nos casos em que um processo de liberalização do comércio exterior estivesse sendo implementado;

b) num esquema de indução à estabilização como aqui discutido, a acomodação da variação dos fluxos de transações com o exterior pode ser feita via queima de reservas, desde que seja possível suportar a pressão

---

<sup>116</sup> Uma discussão sobre as condições ligadas à opção por esterilizar ou não os capitais ingressantes será feita no capítulo 3. CALVO(1991) traz considerações importantes sobre o assunto.

deflacionária associada com a contração monetária daí advinda. A fim de evitar tal desdobramento, é necessário que o país conte com oferta de crédito externo ou com a atração de capitais voluntários, cujo custo e a volatilidade envolvidos devem ser adequadamente dimensionados;

c) geralmente nas fases finais, ora o programa é abandonado numa eventual crise cambial ou com um choque externo significativo, ora inicia-se uma fase de ajustes de preços relativos induzida por uma elevação do desemprego e queda da taxa de crescimento da economia. Como a flexibilidade nominal de salários e preços não é um atributo muito desenvolvido mesmo em sociedades mais estáveis, parece provável que tal trajetória envolverá custos sociais e políticos não-desprezíveis, que podem também ocasionar o abandono desta estratégia no longo prazo.

#### **1.5.4.2 Âncora Monetária**

Esta opção consistiria na fixação de metas algo rígidas para a gestão da política monetária, adquirindo o Banco Central importância ainda maior em sua formulação e acompanhamento. Sua operacionalização deveria resolver as questões de como estabelecer as metas, bem como sobre qual agregado deveriam recair.

O canal de ação deste instrumento é o mais clássico possível. Trabalha-se com a idéia de que o valor de um bem, a moeda, deveria ser resgatado a partir do seu equilíbrio entre a oferta, ligada à regra de criação, e a demanda, vinculada às expectativas do público quanto à evolução do seu valor no futuro. Neste sentido, está subjacente o aspecto relativo à construção de um novo regime fiscal e monetário, de modo a induzir uma mudança de comportamento por parte dos agentes econômicos. Um dos impactos relevantes viria do fato

desta alteração, em sendo crível, afetar a formação das expectativas inflacionárias na economia.

Por outro lado, a nível da relação concreta entre alterações na política monetária, demanda de moeda e decisões do lado real, sabemos que os elos de ligação são ainda relativamente pouco dominados pela teoria econômica. Isto é particularmente verdade no sentido que estamos abordando aqui, ou seja, no nexos causal deflacionista. Neste caso, estaríamos afetando a regra de criação de moeda, para através de uma demanda supostamente relacionada de maneira estável a algumas poucas variáveis principais, influenciar as decisões de consumo e produção que, ajustando-se a uma liquidez mais reduzida, desencadearia impactos a nível da evolução dos preços nominais sem afetar significativamente as variáveis reais.

Trata-se de avaliar em que medida as decisões dos agentes econômicos são neutras em relação à evolução das variáveis monetárias. É provável que uma divergência em relação ao comportamento esperado ocasione variações não desprezíveis sobre o lado real da economia, agindo com menor intensidade sobre as expectativas inflacionárias.

A nível de pré-requisitos importantes, podemos enfatizar a maior autonomia do BC para zelar pela estabilidade monetária, quer isto envolva mudanças institucionais mais ou menos profundas. O fundamental é a independência técnica para não sacrificar o exercício da política monetária. Isto está ligado com o sucesso de um ajuste fiscal sustentável, bem como com as condições de estabilidade do sistema financeiro. No caso do equilíbrio fiscal, muitas das mudanças que garantem esta condição podem requerer grande compromisso das lideranças políticas, em face do conteúdo redistributivo das mesmas, demandando algum tempo para se consolidar.

Uma das desvantagens mais nítidas desta alternativa, e que devemos destacar, é a elevação inicial das taxas de juros reais. Esta será mais sentida

se o incremento da demanda de moeda for mais intenso que a remonetização do lado da oferta. Se houver maior resistência inflacionária, e se as defasagens para ação das políticas monetária e creditícia forem substanciais, é provável que alguma inflação residual implique em arrocho de liquidez. Isto pode dificultar a zeragem do sistema financeiro, ocasionando problemas localizados em algumas instituições, podendo talvez até abalar a saúde e a confiança no sistema como um todo.

Neste sentido, um programa como este requer uma sintonia fina extremamente delicada, visto que a velocidade de remonetização tem de ser calibrada adequadamente para evitar pânicos no sistema bancário e/ou impactos depressivos sobre a atividade econômica e o emprego, e para não sancionar eventuais ataques especulativos na forma de estocagem e consumo. Este ponto é vital para a gestão vitoriosa deste tipo de iniciativa.

Do ponto de vista do setor externo é importante que exista algum grau de flexibilidade no mercado cambial e na taxa de câmbio, pois os impactos de eventuais intervenções da autoridade monetária sobre este segmento podem tornar difícil a execução do controle monetário, inclusive porque o movimento das taxas de juros nominais e reais tende a atrair capitais voluntários. Neste caso, é necessário avaliar a oportunidade de utilizar controles para os fluxos de capital ou de impor alíquotas elevadas de retenção compulsória dos depósitos no sistema financeiro.

Outro ponto de vulnerabilidade diz respeito ao serviço da dívida pública interna, eventualmente mais elevado caso a opção recaia num desenho desta natureza. Ademais, uma política monetária contracionista, aplicada por período prolongado, pode agravar problemas de inadimplência e provocar crises agudas em setores mais sensíveis às condições de financiamento, como a agricultura e a construção civil.

Além disso, os impactos de um aperto monetário e creditício no estoque de riqueza sob a forma de ativos reais e no capital de giro das empresas, bem como o alto custo do capital, tendem a dificultar os investimentos resultantes do esforço de adaptação estrutural da economia, prejudicando assim sua competitividade.

## **1.6. COORDENAÇÃO DE EXPECTATIVAS E AS POLÍTICAS HETERODOXAS**

Vimos anteriormente que alguns países têm vivenciado processos inflacionários virulentos, cuja terapia passa as vezes por uma série de programas, envolvendo vários anos. A fim de lidar com tais processos, além das recomendações tradicionais, relacionadas com o ajuste das contas públicas, têm-se proposto a adoção de âncoras nominais, analisada no item anterior.

Agora discutiremos a lógica de opções menos convencionais, cuja utilização e formulação envolve alguma controvérsia. Trata-se dos mecanismos para coordenação de expectativas inflacionárias, dentre os quais distinguiremos as políticas de rendas, que incluem o congelamento e a prefixação de preços em geral, com ou sem acordos tripartites (pactos sociais), bem como a sincronização salarial e a utilização de moedas indexadas.

Tais instrumentos têm em comum o fato de complementarem as políticas de controle de demanda, ensejando maior grau de coordenação nas decisões de preços em geral, e aumentando a credibilidade das ações antiinflacionárias. Dado seu aspecto controverso, começamos pela discussão do seu papel e relevância. A caracterização e os limites das várias opções serão objeto do subitem 1.6.2, enquanto uma análise sumária dos efeitos das terapias heterodoxas e da dinâmica de preços relativos completa a seção.

### **1.6.1. A Origem e a Lógica dos Mecanismos de Coordenação de Expectativas**

A denominação de terapias heterodoxas foi colocada no sentido de distinguir as novas políticas em relação às tradicionais políticas monetária e fiscal apertadas, geralmente restritas à utilização de instrumentos de mercado, e relativamente eficazes nos processos de inflação moderada.

Por políticas heterodoxas estamos considerando as diversas alternativas para realizar a desindexação e/ou sincronização na evolução dos preços em uma economia sob alta inflação<sup>117</sup>. Entre elas distinguiremos: o congelamento de preços e salários ou a prefixação da trajetória de certos preços-chave, a sincronização de salários, a utilização de moedas indexadas, dentre outras alternativas que serão objeto de discussão adiante.

#### **1.6.1.1. Inflação Inercial e a Origem dos Mecanismos de Coordenação de Expectativas**

A natureza dos tratamentos heterodoxos vincula-se à recriação artificial das condições presentes no final dos processos hiperinflacionários. Nestas situações, a aceleração inflacionária chega ao limite, o que acaba gerando uma menor dispersão de preços relativos. A aplicação de mecanismos de coordenação, de modo a suscitar a quebra ou o corte abrupto similar aos das hiperestabilizações, é utilizada como oportunidade de redefinição de contratos e de alteração em práticas de fixação de preços, privilegiando a passagem

---

<sup>117</sup> A rigor, o termo heterodoxo adquire uma acepção um pouco mais elástica neste caso, pois talvez não fosse aplicável, por exemplo, às moedas indexadas. No entanto, consideramos que a relação estabelecida é adequada, dado que as políticas ortodoxas não lidam com os problemas de coordenação tratados pelos diversos mecanismos heterodoxos mencionados no texto.

para um esquema assentado sobre as expectativas inflacionárias ou a inflação futura (“forward-looking”). Isto pode facilitar a transição para a estabilidade, reduzindo o custo social e político da estabilização.

O desenvolvimento das terapias heterodoxas está intimamente ligado ao conceito de inflação inercial<sup>118</sup>, ou seja, de um processo inflacionário dominado pela inércia<sup>119</sup>. O caráter inercial fica materializado na atualização dos contratos nominais por cláusulas de indexação<sup>120</sup> aplicadas em períodos fixos de tempo, ou seja, tende a haver inflação hoje porque ela existiu no passado<sup>121</sup>.

A aceleração da inflação tende a reduzir o período de revisão dos valores, mas mesmo assim a indexação não é perfeita, a não ser que o intervalo seja muito pequeno. Embora a manutenção dos intervalos de correção seja funcional do ponto de vista de reduzir a propagação dos choques de oferta, ela tende a perpetuar a inércia inflacionária. Neste sentido, as hiperinflações carregam em si as sementes de sua própria destruição, na medida em que o horizonte de atualização dos valores nominais é

---

<sup>118</sup> Para a conceituação rigorosa da noção de inflação inercial, veja ARIDA & RESENDE(1986) e LOPES(1986). Para uma apreciação crítica da idéia de inflação inercial quando existem conflitos distributivos não resolvidos, veja PAULA PINTO(1988). Para uma discussão da aplicação da hipótese de inflação inercial ao Plano Cruzado, bem como para uma crítica deste conceito, veja SOARES(1986).

<sup>119</sup> Desenvolvimentos teóricos a partir da distinção entre fatores aceleradores e mecanismos de propagação, ou entre choques e inércia, associada à exibição de rigidez nos patamares inflacionários, em alguma parcela originária das discussões clássicas sobre inflação estrutural, resultaram na formulação do conceito de inflação inercial. Por outro lado, a racionalização do comportamento e das práticas institucionais típicas dos agentes econômicos sob inflações crônicas, como a indexação, que tendem a resultar numa rigidez de preços relativos, deram suporte a este conceito. Uma referência importante no debate é: PEREIRA, Luiz Carlos Bresser & NAKANO, Yoshiaki.[1984]. Política Administrativa de Controle da Inflação. *Revista de Economia Política*, 4(3), jul. 1984.

<sup>120</sup> No entanto, cabe salientar que a definição de inflação inercial não requer logicamente a existência de práticas formais de indexação. Cf. LOPES(1986) p. 126.

<sup>121</sup> Cf. ARIDA & RESENDE(1986) pp. 17-18. ARIDA & RESENDE(1986) apresenta uma boa síntese da idéia de inflação inercial: “A inflação é [...] predominantemente inercial [quando] o melhor previsor da inflação futura é a inflação passada” Cf. p. 22.

extremamente encurtado, ou seja, a memória do processo inflacionário praticamente desaparece.

Por outro lado, a dinâmica de um processo inflacionário crônico será provavelmente dominada pelo componente inercial, ou em outras palavras, a inflação tenderá a ser predominantemente inercial<sup>122</sup>. Neste caso, a estabilização de um processo inflacionário que não tenha exibido as propriedades típicas das fases finais da hiperinflação terá que lidar com a existência do componente de inércia, vindo daí uma racionalização para a adoção de mecanismos de coordenação de expectativas, que fariam implicitamente o papel de uma “hiperinflação fabricada”.

No entanto, a existência de mecanismos significativos de resistência, ou a predominância dos fatores inerciais na dinâmica inflacionária, está sujeita a crítica.

A moderna macroeconomia novo-clássica, aplicando a hipótese de expectativas racionais a uma economia onde os mercados se equilibram, deriva diversas proposições de política econômica segundo as quais o governo pouco ou nada pode fazer para mudar as variáveis reais da economia. Por outro lado, as políticas de controle da demanda nominal tendem a ser muito eficazes para atingir reduções nas taxas de inflação esperadas e observadas.

Assim, sob a hipótese de que os agentes econômicos formam expectativas racionais quanto ao desenrolar da política governamental, obtendo a melhor previsão de inflação possível dentro do quadro de informação disponível, bastaria realizar uma mudança de regime fiscal e monetário realmente crível para reverter o processo inflacionário.

---

<sup>122</sup> ARIDA & RESENDE(1986) colocam este requisito como premissa para a eficácia de uma proposta de moeda indexada, como discutiremos na seção 1.6.2. LOPES(1986) vai um pouco mais longe, afirmando que toda inflação crônica é predominantemente inercial, Cf. p. 121.

Tal enfoque seria passível de extensão não só aos casos de inflação moderada, como também aos processos inflacionários crônicos e hiperinflacionários. O custo da estabilização tenderia a ser reduzido devido à mudança suscitada nas práticas dos agentes econômicos quanto à formação de preços e correção de valores e contratos.

Acreditamos que este enfoque adota hipóteses excessivamente restritivas<sup>123</sup>. Como parecem relevantes elementos como defasagens de reação, imperfeições de mercado, assimetria de informação, e rigidez de preços nominais e relativos, a qualificação dos resultados teóricos obtidos em modelos abstratos deve ser bastante cuidadosa.

Procuraremos mostrar a seguir a relevância da inércia em processos inflacionários crônicos e extremos, bem como a importância das terapias heterodoxas na obtenção da estabilização com custos suportáveis. Neste sentido, a experiência de outras iniciativas antiinflacionárias a ser examinada no capítulo 2, deve reforçar estes pontos de vista.

A nível geral, a magnitude da inércia inflacionária dependerá das características estruturais da economia, da credibilidade da iniciativa empreendida, e da dinâmica do jogo estratégico no qual estão eventualmente envolvidos os produtores, consumidores e o governo. Argumentamos a seguir que a provável natureza não-cooperativa deste jogo estratégico coloca para o governo um problema de coordenação, para o qual os instrumentos heterodoxos podem ser eficazes.

---

<sup>123</sup> Não partilhamos da visão positivista, da qual Milton Friedman é um dos expoentes, segundo a qual, caso um modelo obtenha previsões de acordo com a realidade, pouco importa se as hipóteses utilizadas sejam verdadeiras ou realistas. Todavia, aceitando por um instante a validade daquele enfoque, caso a macroeconomia novo-clássica não pudesse explicar a resposta das economias sob alta inflação a terapias ortodoxas, poderíamos questionar sua adequação. Acreditamos que a vasta documentação existente sobre a lenta convergência inflacionária nos países com inflação crônica e extrema, bem como a análise do capítulo 2 a seguir, podem fornecer elementos para corroborar a visão crítica aqui defendida. Caso contrário, teríamos de supor, de acordo com a lógica da abordagem novo-clássica, que todos os programas aplicados seriam não-críveis, o que parece pouco plausível a princípio.

### **1.6.1.2. Os Problemas de Coordenação na Transição para a Estabilidade e a Lógica das Políticas de Rendas**

O comportamento dos agentes sob incerteza quanto à inflação futura dá origem a externalidades, caracterizando uma situação de falha de mercado<sup>124</sup>, diante da qual os mecanismos de coordenação tornam-se necessários. A falha reflete as dificuldades de coordenação, já que a ação e o resultado das decisões de um indivíduo dependerão, respectivamente, da sua percepção sobre as ações dos demais jogadores e das decisões efetivas tomadas a nível agregado.

Uma interessante forma de entender a questão em foco é a associação a uma situação estilizada discutida no âmbito da teoria dos jogos, conhecida como dilema do prisioneiro<sup>125</sup>. Este é um caso onde a escolha individual ótima (a confissão) conduz à ruína coletiva (dupla condenação), ou seja, oposto ao caso clássico da mão-invisível de Adam Smith, no qual a liberdade de escolha dos consumidores e produtores conduz a uma posição de ótimo social.

No que tange à estabilização, a origem do problema está no efeito externo (“externalidade”) imposto por cada um dos indivíduos à sociedade, através dos impactos do curso imprevisto de suas ações sobre o resultado das escolhas dos demais e sobre a utilidade social<sup>126</sup>, ou seja, sobre a trajetória da estabilização.

---

<sup>124</sup> Abordagens sobre a questão aparecem em MAITAL & BENJAMINI(1980), DORNBUSCH & SIMONSEN(1987) e FRANCO(1989a).

<sup>125</sup> Trata-se de dois prisioneiros envolvidos na escolha entre confessar ou não um crime. Caso ambos confessassem, haveria um abatimento na pena imposta. A possibilidade de que ambos negassem o crime seria ainda mais atrativa, mas inferior à alternativa de confessar, caso apenas um deles o fizesse. Cf. MAITAL & BENJAMINI(1980) pp. 463-464.

<sup>126</sup> Pode-se argumentar que a impossibilidade de comunicação, e consequente coalizão de interesses, constitui elemento importante do problema. No entanto, mesmo que exista coordenação das ações individuais subsistirá o incentivo à burla, ou seja, à conduta não-cooperativa, já que a redução da incerteza sobre a ação dos demais jogadores aumenta os ganhos de se violar o compromisso tácito. Assim, pode-se dizer que os mecanismos

Por ocasião do lançamento de um programa de estabilização, a tendência natural de produtores e consumidores, diante de informações reduzidas sobre eventuais defasagens entre a evolução de seus custos e preços vis-à-vis a inflação esperada<sup>127</sup>, seria relutar em aderir prontamente a fim de evitar perdas de renda e capital, muito prováveis caso a queda da inflação não se materialize ou não subsista.

Neste contexto, a estabilização pode ser considerada um bem público<sup>128</sup>, dado que o seu consumo é não-competitivo, ou seja, não é menor se outro agente dela se utiliza, e não se sujeita ao princípio da exclusão, não podendo-se impedir que qualquer agente usufrua da estabilidade de preços alcançada<sup>129</sup>.

Assim, como não existe garantia quanto à amplitude da adesão no restante da economia, o dilema fica mais nítido para cada agente envolvido, havendo espaço para a prática dos "free-riders"<sup>130</sup>, ou seja, caronas ou franco-atiradores. Estes, ao invés de aderirem ao programa, prefeririam aumentar sua

de coordenação de expectativas podem auxiliar a estabilização, mas não eliminam a possibilidade de comportamento especulativo socialmente indesejável.

<sup>127</sup> Podemos assumir neste caso que os indivíduos têm informação imperfeita sobre a trajetória do nível geral de preços ou da taxa de inflação, de modo que variações nos preços absolutos individuais podem ser tomadas indevidamente como movimentos nos preços relativos. Sendo observada tal fricção no funcionamento dos mercados, alterações na demanda nominal promovidas pelo governo podem afetar as decisões no lado real da economia. No entanto, se mantivermos a hipótese de que os agentes são racionais, é razoável que quanto maior seja a volatilidade monetária, menor seja o efeito real de um choque monetário, ou seja, menor a sensibilidade dos preços relativos percebidos à variação nos preços individuais ou setoriais. Neste caso, o sistema de preços torna-se menos eficiente, ao mesmo tempo que há um incentivo à busca de informação sobre preços de diversos produtos e setores. Tal noção é consistente com a abordagem do item 1.6.4. adiante. Veja BARRO, Robert J.[1990]. *Macroeconomics*. John Wiley and Sons, 3<sup>rd</sup> ed., 1990, capítulo 19 e DORNBUSCH, Rudiger & FISCHER, Stanley.[1987]. *Macroeconomics*. McGraw-Hill, 4<sup>th</sup> ed., 1987, capítulo 18.

<sup>128</sup> Cf. DORNBUSCH & SIMONSEN(1987). Veja também a interessante discussão feita em MAITAL & BENJAMINI(1980) e FRANCO(1989a).

<sup>129</sup> Cf. PEARCE, David W.[1986]. *The MIT Dictionary of Modern Economics*. MIT e Macmillan, 3.<sup>rd</sup> ed, pp. 347-348 e MUSGRAVE, Richard A. & MUSGRAVE, Peggy B.[1980]. *Finanças Públicas: Teoria e Prática*. Campus e EDUSP, 1980, pp. 42-43.

<sup>130</sup> Sobre este assunto veja o artigo clássico: MCMILLAN, J.[1979]. The Free Rider Problem: a Survey. *Economic Record*, vol. 55, 1979. apud FRANCO(1989a) p. 82.

fatia na renda ou consumir em antecipação, precavendo-se quanto a um eventual retorno da inflação, principalmente se imaginarem que a natureza pulverizada das decisões não inviabilizaria, pelo menos inicialmente, a obtenção de alguma estabilidade de preços.

O carona utiliza-se da estabilização obtida pelo comportamento agregado, um custo social do ponto de vista estratégico, para abocanhar benefício privado e individual. Em contextos onde o comportamento do franco-atirador é mais marcante, a oferta do bem público, a estabilização, tende a ser sub-ótima, o que indica a necessidade de ação governamental para provê-lo<sup>131</sup>.

Portanto, o comportamento dos agentes econômicos sob incerteza quanto à trajetória da inflação dá origem a deseconomias externas, associadas ao conflito entre salários e lucros e à rivalidade nas decisões de consumo. As abordagens ligadas à Teoria dos Jogos sugerem que a menos que exista alguma atuação externa favorável, o equilíbrio resultante das ações individuais é inferior do ponto de vista do interesse coletivo.

Em suma, a vantagem potencial da aplicação de políticas de rendas ou de outras variantes na mesma direção, quando bem implementadas, é a obtenção de reduções rápidas e drásticas na inflação, através do rompimento temporário com as práticas de persistência típicas dos processos de inflação crônica e extrema.

Seu atributo básico é funcionar como mecanismo de coordenação, revertendo e neutralizando, pelo menos no curto prazo, as expectativas

---

<sup>131</sup> Uma das bases históricas para a adoção de intervenção governamental está contida no trabalho clássico de KEYNES, J. M.[1940]. *How to Pay for the War ?* Macmillan, Londres, 1940. apud MAITAL & BENJAMINI(1980). Keynes, referindo-se à oportunidade para a adoção de planos de poupança compulsória para financiar o esforço de guerra, compara a introdução das políticas governamentais ao caso das regras de trânsito. Outra analogia muito utilizada nestes casos diz respeito ao problema de coordenação surgido quando das mudanças na posição da audiência (sentada ou de pé) durante uma partida de futebol.

negativas predominantes na dinâmica anterior. Isto poderia levar a um círculo virtuoso: redução mais rápida nos índices, revisão das expectativas, melhor desempenho do programa, maior apoio social e político ao plano, estabilização mais rápida e menos custosa em termos de produção e emprego. Ademais, a obtenção da estabilização temporária facilitaria o ajuste fiscal, tanto pela elevação das receitas, quanto pela maior transparência orçamentária.

Assim, julgamos que a introdução de mecanismos de coordenação de expectativas pode não apenas ser oportuna quanto necessária, com antecedência ou conjuntamente ao avanço do ajuste fiscal e da recuperação da política monetária.

Os fatores mencionados acima guardam aderência com a situação dos países que viveram inflações crônicas ou extremas, de modo que o conhecimento das alternativas existentes em termos de coordenação de expectativas inflacionárias, inclusive seus limites e vantagens, é muito importante para nossos propósitos.

## **1.6.2. As Opções em Termos de Políticas Heterodoxas**

### **1.6.2.1. Pactos Sociais e Controles Diretos sobre Preços e Salários**

Esta variante conta com grandes defensores e igualmente gigantescos opositores, tendo em vista os resultados nem sempre positivos com a sua inclusão nos programas de estabilização implementados em países latino-americanos no passado recente.

A opção pelo congelamento geral de preços e salários ficou identificada com uma tradição de intervencionismo, na maioria das vezes não acompanhada por uma gestão sóbria e aústera dos fundamentos fiscais e monetários. No entanto, em certos casos, isto resultou de sua utilização como

instrumento emergencial para abortar a escalada hiperinflacionária, mais do que como componente de um esforço sistemático de combate à inflação.

A introdução de controles diretos sobre preços e salários visa tornar factível uma desaceleração da inflação, em resposta a uma mudança no estado de expectativas suscitada por um plano de estabilização<sup>132</sup>. Aceitando por um momento que a estrutura de preços relativos estivesse próxima do equilíbrio<sup>133</sup>, o congelamento de preços em geral funcionaria como instrumento adicional eficiente para suscitar uma quebra coordenada em relação à realidade anterior. Caso contrário, sua adoção, num quadro de mudança desordenada de preços relativos, poderia gerar desabastecimento, filas e ágios, desorganizando o processo produtivo.

A variante desta alternativa que segue a idéia de prefixação pode também ser atrativa, posto que facilita o monitoramento e eventuais renegociações das metas de acompanhamento. Também dá mais espaço para as mudanças de preços relativos que tendem a ocorrer, sem que isto sinalize na direção de um fracasso iminente, como no caso de um congelamento seguido de uma inflação residual relativamente longa e/ou persistente.

Os pactos sociais ou acordos tripartites<sup>134</sup>, envolvendo trabalhadores, empresários e governo, são uma forma de viabilizar a introdução de controles sobre preços e salários, ou a negociação de metas quanto à trajetória das

---

<sup>132</sup> Admite-se implicitamente que tal esforço contem um vetor de políticas monetária e/ou fiscal deflacionárias, mas que teria eficácia muito reduzida sem o suporte das políticas de rendas.

<sup>133</sup> Esta suposição é um pouco mais restritiva que a assunção de que a inflação é predominantemente inercial, ou ainda que a inflação não estivesse em franca e clara aceleração, pois mesmo que a inflação fosse inercial, um congelamento súbito iria pegar preços e salários desalinhados, ou seja, em posições distintas dentro do ciclo de reajuste, mesmo que este tivesse a mesma amplitude. Uma forma de contornar este obstáculo consiste na conversão prévia dos preços em geral pela média do valor real verificado num período de ajuste determinado e comum. Algumas das propostas heterodoxas foram nesta direção, ao buscar a combinação de uma moeda indexada com o congelamento de preços, conforme sugerido na seção 1.6.2.3. Veja a este respeito SOARES(1986) e MARQUES(1988).

<sup>134</sup> Esta opção parece ter sido adotada com sucesso no programa israelense de estabilização de 1985 e na fase inicial do plano mexicano de 1987. Veja capítulo 2.

principais variáveis, sendo que a adesão é geralmente incentivada com o recurso a indicações da trajetória dos preços-chave sob o controle do governo.

Os pré-requisitos desta opção, concentram-se na disponibilidade de apoio e coordenação, tanto social quanto política, para que as decisões de algum fórum de negociação possam ser obtidas e vistas com legitimidade suficiente que enseje sua obediência, o que significa também que as instituições envolvidas devem possuir representatividade.

De qualquer modo, as ações marcadas pela não adesão devem ser convenientemente tratadas, quer por mecanismos de punição adequados, quer por uma gestão adequada da política monetária a fim de conter eventuais ataques especulativos.

Uma das vantagens frequentemente lembradas diz respeito, nos casos onde a adesão é significativa, à possibilidade de reduzir a taxa de desemprego que tornaria o programa bem sucedido já que, quando há maior coordenação entre os setores e agentes produtivos envolvidos, evita-se que certos ajustes sejam impostos com custo elevado através do próprio mercado, por exemplo através de reduções da demanda agregada.

No entanto, o controle administrativo de salários e preços, associado ou não a acordos sociais, é criticado como opção para coordenação das expectativas inflacionárias, em geral pela ausência das condições necessárias para sua eficácia.

Uma das linhas principais de crítica tem buscado discutir se o grau de organização da sociedade civil é suficiente para levar a um nível satisfatório de adesão<sup>135</sup>. A hipótese básica é de que quanto menor o número de representantes requerido para uma negociação proveitosa, menor é a relevância do comportamento especulativo indesejável, ou seja, da ação dos caronas.

---

<sup>135</sup>Veja por exemplo FRANCO(1989a) e FRANCO(1993a).

Portanto, em sociedades nas quais o grau de organização é maior, ou seja, com maior sindicalização e participação da sociedade civil, ou ainda onde as associações de trabalhadores e empresários são fortes, bem organizadas e representativas, é mais fácil obter consensos, aglutinando as diferentes visões existentes.

Quando o grau de organização é intermediário, como nos países em desenvolvimento, pode não ser possível atingir uma taxa de adesão significativa através de um pacto social, mas a ação de alguns grupos ou facções isoladas pode impedir a formação de um grau de consenso capaz de conduzir a uma decisão no rumo da estabilização.

Logo, dependendo das características da sociedade em questão, o pacto social a nível macro<sup>136</sup> pode ser inviável como instrumento para coordenar as expectativas inflacionárias, pois o grau de adesão seria insuficiente.

Em suma, a solução para o problema do bem público poderia passar pela adoção de um congelamento ou prefixação, com esquemas de adesão compulsória e penalidades para os franco-atiradores. Um obstáculo, contudo, adviria do fato da propensão ao comportamento não cooperativo crescer com o tamanho da comunidade<sup>137</sup>, o que poderia gerar um grau de pessimismo nas economias onde fosse menor o grau de coordenação social e política.

---

<sup>136</sup> MANTEGA(1994) apresenta uma visão otimista sobre a possibilidade de obter-se a coordenação de expectativas inflacionárias no Brasil com o recurso a negociações sociais descentralizadas, tendo como ponto de partida a operação de um conjunto de câmaras setoriais, coordenadas por uma instância central de negociação. Embora o autor procure aproximar os dois níveis de articulação, consideramos que esta seria uma opção costurada a nível micro, diferente de um acordo nacional que reunisse uma coalisão majoritária de interesses e forças políticas. Mantega procura oferecer uma réplica à avaliação pessimista de FRANCO(1993a) quanto ao papel das câmaras setoriais, mas seu reconhecimento dos obstáculos apontados por Franco para um pacto social eficaz dificulta sua tarefa.

<sup>137</sup> Cf. OLSON, Mancur.[1965]. *The Logic of Collective Action: Public Goods and The Theory of Groups*. Harvard, Cambridge, 1965. apud FRANCO(1989a) p. 69.

Contrariamente, as sociedades mais centralizadas e corporativas seriam menos propensas a condutas de prevenção contra as políticas de rendas.

Assim, quanto mais atomizada ou menos organizada se torna a economia, maior deverá ser o número necessário de representantes e instituições para que a negociação possa ser efetiva. Ademais, maior será a propensão aos comportamentos especulativos típicos dos caronas e, portanto, mais forte será o efeito potencial da inércia inflacionária<sup>138</sup>, patenteada nas ações defensivas em desacordo com a sinalização dada pela política de rendas, o que reduz a eficácia destes instrumentos.

#### **1.6.2.2. As Políticas de Incentivo Tributário e Sincronização Salarial**

Vimos acima que embora úteis, o congelamento, prefixação ou negociação social para controlar salários e preços, podem não ser factíveis ou eficazes, dadas as limitações para a obtenção de representação e adesão significativas. Neste caso, quais seriam as opções restantes para vencer os problemas de coordenação típicos dos processos inflacionários com forte componente inercial ?

Uma opção mínima que contenha os ingredientes essenciais para a eficácia da desindexação, ou seja, da quebra da memória inflacionária, envolve

---

<sup>138</sup>FRANCO(1993a) sugere que tais restrições ao uso das políticas de rendas seriam atuantes no Brasil, mas que a alteração das práticas de formação de preços na direção das expectativas (“forward-looking”) tenderia a torná-las ociosas. Ademais, como Franco nutre neste trabalho uma visão cética sobre a possibilidade de replicar uma experiência com moeda indexada, ou seja, de reproduzi-la sem uma hiperinflação, acaba especulando sobre a alternativa de “abrasileirar o Plano Cavallo”, cuja base seria a adoção de uma taxa cambial fixa com conversibilidade. Não obstante o menor grau de articulação social e política, acreditamos que a utilização de mecanismos de coordenação de expectativas era necessária e oportuna no Brasil, tanto no período 1992-1993, quanto por ocasião do Plano Real.

uma sincronização salarial em que a referência da indexação seja alterada<sup>139</sup>. Os salários seriam corrigidos, de forma a eliminar-se a assincronia devida às diferentes datas de atualização, passando sua correção a ter como base a inflação futura ou esperada (“forward-looking”), ao invés da inflação passada (“backward-looking”)<sup>140</sup>.

Outra variante interessante diz respeito às políticas de rendas incentivadas através de benefícios fiscais e tributários. Estas propostas parecem ter ganhado maior notoriedade na década de 70<sup>141</sup>, quando a inflação nos países desenvolvidos atingiu valores próximos ou superiores à marca de dois dígitos anuais<sup>142</sup>.

A iniciativa consiste na concessão de benefícios para as firmas que sigam os balizamentos governamentais nas negociações salariais ou na fixação de seus preços. Esta opção configuraria uma forma de indução para

---

139 Trata-se de expediente que teria de ser administrado de modo a evitar alterações artificiais na estrutura de salários relativos. Assim, embora deva ser mantida a possibilidade de negociação descentralizada, ou seja, por categoria ou setor, a aplicação do mecanismo deve ser universal.

140 Naturalmente, as autoridades incluiriam outros elementos, como o controle da taxa cambial e das tarifas e preços públicos, de modo a reforçar a credibilidade da desinflação e reduzir a expectativa de perda de poder de compra dos trabalhadores em face de uma grande inflação residual. É provável que este tipo de alternativa seja excessivamente arriscada para os trabalhadores quando a taxa de inflação anterior ao programa é muito elevada. Este tipo de instrumento parece ter sido utilizado no PAEG, Cf. CARDOSO & DORNBUSCH(1987).

141 No entanto, esta parece ter sido outra modalidade utilizada já no PAEG(1964-1966), através da introdução de metas de preços que, caso seguidas, resultavam na concessão de benefícios creditícios e fiscais para as firmas e setores envolvidos. Cf. MORAES(1987).

142 Uma referência clássica acerca deste debate é: WALLICH, Henry C. & WEINTRAUB, Sidney.[1971]. A Tax-Based Incomes Policy. *Journal of Economic Issues*, June 1971. apud MAITAL & BENJAMINI(1980). Cabe lembrar que os EUA adotaram políticas de rendas durante a primeira metade da década de 70, sendo este período analisado por: KOSTERS, M.[1975]. *Controls and Inflation: The Economic Stabilization Program in Retrospect*. American Enterprise Institute, 1975. apud MAITAL & BENJAMINI(1980) pp. 476-478.

e elevar o grau de adesão social, através da exclusão ao acesso de alguns benefícios privados por parte dos caronas<sup>143</sup>.

Em suma, a vantagem destas duas formas adicionais diz respeito à maior flexibilidade e facilidade para administração, evitando-se os riscos de perda de confiança inerentes a controles mais rigorosos, ao mesmo tempo que são preservados uma boa parte dos incentivos naturais de mercado.

Uma terceira opção seria a utilização de um padrão bimonetário pelo qual, paralelamente à moeda nacional deteriorada, seria introduzida uma nova moeda com a propriedade inicial de unidade de conta. Esta proposta será analisada com detalhes a seguir.

### 1.6.2.3. As Moedas Indexadas ou Moedas de Valor Constante

A experiência clássica mais conhecida de utilização de uma moeda indexada está associada à hiperinflação húngara de 1946<sup>144</sup>, sendo descrita em NOGARO(1948)<sup>145</sup>.

A aceleração inflacionária decisiva ocorreu em dezembro de 1945, quando um decreto instituiu o corte de  $\frac{3}{4}$  do volume de notas em circulação, mas deixou salários, créditos e depósitos bancários intactos. Os empresários já haviam realizado elevações de preços preventivas, de modo que a inflação

---

<sup>143</sup> Cf. OLSON, Mancur.[1965]. *The Logic of Collective Action: Public Goods and The Theory of Groups*. Harvard, Cambridge, 1965. apud FRANCO(1989a) p. 77.

<sup>144</sup> Sobre a dinâmica da hiperinflação e a estrutura do programa de estabilização bem sucedido aplicado naquele país, veja BOMBERGER & MAKINEN(1988).

<sup>145</sup> O tema também é discutido em BOMBERGER & MAKINEN(1980), LOPES(1986) e (1989), e FRANCO(1993a).

se acelerou, tornando-se alta até para padrões diários (aproximadamente 5,42% ao dia<sup>146</sup>).

A partir do início de 1946, foi introduzida uma unidade de conta para fins fiscais, o pengo fiscal, cuja utilização expandiu-se muito rapidamente para as demais operações. Já em meados de janeiro, o pengo fiscal passou a ser usado na atualização das contas bancárias, chegando ao início de junho com todas as funções monetárias clássicas.

Porém, já em meados de abril era perceptível que a aceleração inflacionária em pengos estava contaminando o pengo fiscal<sup>147</sup>. Não é difícil entender porque, já que as autoridades passaram a subindexar o valor do pengo fiscal, utilizando no ajuste as variações defasadas do índice de preços em pengos comuns<sup>148</sup>, além do que a magnitude da inflação colocava limites técnicos à manutenção do valor real do pengo fiscal, como a apuração de índices de preços relativamente contemporâneos.

A partir do final de junho, a aceleração inflacionária adquiriu dimensões inusitadas, o que parece ter decorrido da expectativa de que o pengo fiscal seria recolhido, mas segundo a imprensa a uma taxa de troca indeterminada, o que gerou uma expectativa de perda de capital e aumentou a velocidade de circulação da moeda indexada<sup>149</sup>.

---

<sup>146</sup> Cálculos a partir de NOGARO(1948), Tabela 1, p. 528.

<sup>147</sup> Segundo NOGARO(1948), entre 19 de abril e 31 de maio de 1946, o nível de preços em pengo fiscal foi multiplicado por 2,4 vezes (Cf. Tabela III, p. 531).

<sup>148</sup> Na verdade, o índice de preços usado para conversão passou a ser o vigente no dia anterior ao saque, o que introduziu uma defasagem não desprezível na correção dos valores, dada a elevada taxa de inflação na velha moeda. Cf. BOMBERGER & MAKINEN(1980).

<sup>149</sup> Cf. NOGARO(1948) p. 531.

O debate teórico aberto pela introdução e colapso do pengo fiscal parece não ter sido concluído, mas existem algumas hipóteses a respeito que devemos discutir rapidamente.

A lição aparentemente mais difundida diz respeito aos efeitos da expulsão da moeda convencional sobre a base de arrecadação do imposto inflacionário<sup>150</sup>. No entanto, acreditamos que as implicações mais interessantes estão relacionadas à interpretação da absorção pelo pengo fiscal de outras funções monetárias além do papel de unidade de conta.

Neste sentido, a chave estaria na capacidade de manter constante o poder aquisitivo da moeda indexada, convencendo a sociedade deste fato. Uma das alternativas nesta direção, sugerida inclusive pela experiência alemã, é a possibilidade de praticar-se uma política cambial de modo a manter uma taxa fixa de câmbio entre a moeda indexada e a moeda estrangeira<sup>151</sup>.

Uma dimensão relacionada envolve a administração das etapas pelas quais a moeda indexada vai expulsando a moeda não indexada, adquirindo sucessivamente as funções adicionais de reserva de valor e meio de pagamento. Trata-se de especular sobre a limitação inicial desta ampliação, que seria liberada gradualmente, o que teria a vantagem de evitar a dramática instabilização da demanda pela moeda não indexada.

Enfim, a experiência húngara deixou claro que a introdução da moeda indexada, embora pudesse neutralizar à primeira vista alguns efeitos da escalada inflacionária, poderia potencializar o processo, constituindo assim um

---

<sup>150</sup> Cf. BOMBERGER & MAKINEN(1980) pp. 558-559.

<sup>151</sup> Tal procedimento está associado à experiência com moedas indexadas ao final da hiperinflação alemã de 1923, discutida a seguir com base em FRANCO(1989b).

instrumento de administração delicada e complexa. As hipóteses ligadas ao seu fracasso, contudo, são interessantes como ponto de partida para reflexão futura<sup>152</sup>.

Além do caso húngaro, o final da hiperinflação alemã de 1923, analisado em FRANCO(1989b), fornece interessante material sobre a disseminação das moedas indexadas, também chamadas de moedas de valor constante.

A primeira experiência com o sistema estaria associada à sistemática do “salário-ouro”, introduzida em meados de 1923, e pela qual os contratos salariais negociados eram indexados ao dólar. O uso da moeda estrangeira facilitava as comparações com outros valores, especialmente com bens sujeitos ao comércio exterior. A generalização deste procedimento marcou a dissociação formal entre as funções monetárias de unidade de conta e meio de pagamento.

Uma segunda etapa consistiu na ampliação do mesmo princípio para mercadorias que tinham cotação em moeda estrangeira, ou seja, bens comercializáveis. Assim, as moedas de valor constante constituíam moedas indexadas ao preço do bem tomado como indexador.

Títulos de dívida indexados ao preço de diversas mercadorias passaram a ser emitidos sob a forma de notas de pequena denominação, de modo a servir também como reserva de valor e meio de pagamento, o que representou o crescente abandono das últimas funções do marco. No entanto, embora

---

NOGARO(1948) menciona que tal possibilidade não foi atendida no caso do pengo fiscal, Cf. p. 541.

<sup>152</sup> LOPES(1989) pp. 42-45 faz uma interessante apreciação do debate sobre as moedas indexadas e o naufrágio do pengo fiscal.

indexadas à variação do preço da mercadoria, tais obrigações não eram conversíveis, ou seja, dependiam da conversão em marcos-papel para sua liquidação.

As propostas ortodoxas para debelar a hiperinflação sugeriam que fosse introduzida uma nova moeda lastreada em ouro e divisas, mas o reduzido estoque de reservas era apontado como grande dificuldade a superar<sup>153</sup>. Outros analistas, como Keynes<sup>154</sup>, sustentavam que a estabilização cambial com conversibilidade era factível, desde que mantida por um reduzido período de tempo.

A tese de Franco é de que o impulso dado ao processo de indexação, através da generalização de moedas de valor constante, e a evolução para um processo de dolarização indireto teria sido a chave para a estabilização alemã. Assim, a introdução do "Rentenmark", moeda indexada ao dólar, teria viabilizado uma estabilização cambial indireta, onde o BC sustentava a taxa cambial através da venda de divisas, mas o "Rentenmark", oferecido em troca do marco-papel, substituíria as moedas estrangeiras nas carteiras do público<sup>155</sup>.

Embora sujeita ao risco de contaminação inflacionária, de forma similar ao pengo fiscal, a moeda indexada usufruiu da condição de meio de pagamento mais prático que as moedas estrangeiras, representando uma alternativa para contornar a baixa disponibilidade de divisas.

---

**153 Segundo FRANCO(1989b), os alemães relutavam em empenhar suas reservas numa tentativa arriscada de sustentar uma estabilização provisória, pois a escassez de divisas poderia reduzir seu poder de barganha na negociação das reparações de guerra, Cf. pp. 441-442. Este debate também é apreciado em BATISTA JÚNIOR(1992).**

**154 Veja a este respeito KEYNES(1971) e BATISTA JÚNIOR(1992).**

**155 Cf. FRANCO(1989b) pp. 444-445. Segundo este autor, o principio básico para eficácia de uma moeda indexada ao dólar é o de que, para uma dada taxa de câmbio real, seu valor é constante para qualquer nível de inflação.**

Antes de encerrar esta seção, gostaríamos de apresentar um resumo de uma alternativa de moeda indexada para a economia brasileira, conhecida como "proposta Larida", em alusão aos seus formuladores, André Lara Resende e Pêrsio Arida<sup>156</sup>.

A hipótese básica para viabilizar a proposta é que o processo inflacionário fosse predominantemente inercial<sup>157</sup>, ou seja, que pressões de demanda ou choques de oferta significativos estivessem ausentes<sup>158</sup>. Os pontos principais da alternativa são sumariados abaixo:

a) introdução de uma nova moeda (NC - novo cruzeiro) com paridade fixa em relação à ORTN (título público indexado); a taxa de desvalorização do cruzeiro (moeda inflacionada) em relação ao NC (e por tabela com a ORTN) seria revista diariamente;

b) a taxa de câmbio do cruzeiro seria reajustada de acordo com a paridade relativa do poder de compra, de modo que a taxa real de câmbio do NC seria constante; os controles de capital seriam mantidos;

---

<sup>156</sup> Veja ARIDA & RESENDE(1986). Naturalmente, o detalhamento feito aqui serve como uma preparação para a discussão sobre a Unidade Real de Valor (URV), uma forma de moeda indexada adotada quando da implementação da segunda etapa do Plano Real. Sobre a concepção e aplicação das moedas indexadas e da URV, veja ARIDA, Pêrsio.[1993]. Nota sobre Esquemas de Desindexação e Ancoragem. São Paulo, Mimeo, 1993. apud PEREIRA(1994) p. 148, bem como FRANCO(1995), capítulo 2.

<sup>157</sup> Segundo os autores, caso a inflação não fosse predominantemente inercial, a inflação residual na nova moeda, que tenderia a ser igual à inflação não inercial na velha moeda, poderia inviabilizar a supressão das cláusulas de indexação em NC.

<sup>158</sup> Poder-se-ia argumentar que a aceleração da inflação na velha moeda, imediatamente após a introdução da moeda indexada, indicaria a inadequação do mecanismo de coordenação de expectativas, pois restaria claro que a inflação não seria predominantemente inercial. Acreditamos que tal afirmação padece de dois equívocos: i) tal aceleração inflacionária pode decorrer de comportamentos especulativos ligados à conversão de preços à nova unidade de conta. Isto não está relacionado com a vigência da hipótese de inflação inercial no momento anterior, embora possa representar um risco para a proposta; ii) caso a sincronização de preços e contratos envolva, como é razoável imaginar, um aumento no grau de indexação médio, ou redução equivalente no período médio de ajuste dos preços, a aceleração inflacionária resultará da eficácia da sincronização, não comprometendo a transição caso seja possível manter uma satisfatória atualização do valor da moeda indexada.

c) o BC atenderia toda a demanda por NC, de modo a evitar uma fuga acelerada do cruzeiro; as aplicações financeiras e os depósitos à vista seriam redenominados em NC<sup>159</sup>, da mesma forma que os contratos novos; os contratos nominais anteriores seriam mantidos e liquidados à taxa de conversão vigente no vencimento.

d) os preços administrados pelo governo seriam prontamente cotados em NC, com base no valor real médio em ORTN no período de indexação prévio.

e) salários, aluguéis e demais contratos indexados seriam fixados após convertidos pelo valor real médio em ORTN vigente nos últimos seis meses<sup>160</sup>.

f) a inflação em cruzeiros seria apurada e, enquanto coexistissem as duas moedas, a inflação em NC seria nula por construção; quando o período de transição se completasse, ou seja, quando o cruzeiro perdesse significância como moeda, a taxa de variação da cotação NC/cruzeiro poderia ser fixada de acordo com a sua evolução recente, vigorando até o vencimento de todos os compromissos na velha moeda.

g) o período de transição seria relativamente curto, no máximo dois meses, desde que o grau de indexação prevalescente fosse elevado e crescente, como no caso da ORTN;

Assim, a reforma monetária proposta pelos dois analistas propiciaria um encolhimento na memória inflacionária do sistema econômico, representando

---

<sup>159</sup> Não fica explícito, mas é razoável supor que a taxa de conversão utilizada seria a vigente no momento da redenominação.

<sup>160</sup> A conversão segundo os autores não seria compulsória. Contudo, parece-nos que tal procedimento tornar-se-ia imperativo quando não mais fosse possível calcular índices representativos da evolução dos preços em cruzeiros.

uma desindexação quase instantânea, mas sem recurso a controles de salários e preços, que permaneceriam livres em NC<sup>161</sup>.

A política monetária seria pautada pela necessidade de remonetização da economia, o que permitiria a recompra de parte da dívida pública então em mercado, à medida que a taxa de juros doméstica convergisse para a praticada no exterior mais prêmios, ou seja, a taxa de juros real seria menor que no cenário de alta inflação<sup>162</sup>.

A maior crítica à adoção de uma moeda indexada, em meados dos anos 80 no Brasil<sup>163</sup>, dizia respeito à contaminação da nova moeda, e uma versão do debate então travado aparece em MODIANO & CARNEIRO(1984). O maior resultado da discussão sugere que a reforma monetária só seria consistente se adotados controles para evitar a reinflação em NC, na forma sugerida por LOPES(1986) ou por M. H. Simonsen<sup>164</sup>.

---

<sup>161</sup>LOPES(1986) propôs, por ocasião do debate travado à época, um choque heterodoxo, que consistia na adoção de um congelamento de salários e preços, juntamente com outras medidas destinadas a realizar a desindexação da economia, ou seja, obter um grau significativo de coordenação das expectativas inflacionárias. Um resumo de todo o debate está em LOPES(1989), capítulos 6 e 7.

<sup>162</sup>A natureza da política monetária é bastante similar à da alternativa do choque heterodoxo. No entanto, ARIDA & RESENDE(1986) sugerem o controle de um agregado monetário, que incluísse a base monetária convencional mais os depósitos ao abrigo da Resolução nº 432. Tal opção preservaria o processo de remonetização, mas evitando o financiamento monetário dos déficits públicos. Adicionalmente, argumentam que os depósitos compulsórios deveriam ser reduzidos para que o sistema bancário compensasse a perda da receita inflacionária. Não fica explícito, mas parece que os autores imaginam que a concorrência bancária e o processo de remonetização deveriam conduzir a uma expansão das operações de crédito. Ademais, um dos méritos da proposta é o de evitar os custos de uma recessão, o que parece dar força ao argumento anterior. Contudo, a experiência israelense e de outros programas, como o Cruzado, mostrou que os planos heterodoxos tendem a aumentar fortemente a demanda agregada, o que requer a adoção de controles creditícios, num certo sentido na direção contrária ao ajuste do sistema financeiro.

<sup>163</sup> Uma formulação original da proposta de moeda indexada é atribuída a RESENDE, André Lara.[1984]. A Moeda Indexada: Uma Proposta para Eliminar a Inflação Inercial. *Gazeta Mercantil*, 26-28 set. 1984. apud PEREIRA(1994) p. 149. A proposta "Larida" guarda o mesmo princípio, mas é uma versão desenvolvida posteriormente.

<sup>164</sup> Veja o excelente artigo: SIMONSEN, Mário Henrique.[1984]. Desindexação e Reforma Monetária. *Conjuntura Econômica*, nov. 1984. apud ARIDA & RESENDE(1986) p. 35 e

No entanto, alguns dos críticos reconheciam que caso a inflação fosse estável durante a transição, os riscos seriam menores. De qualquer forma, como a estabilidade da inflação em cruzeiros era em princípio discutível, mesmo que as autoridades tentassem estabilizá-la previamente, a introdução da moeda indexada teria de ser administrada com cautela.

Enfim, a introdução de moedas indexadas, através de um período de convivência bimonetária, representa uma engenhosa alternativa para realizar a desindexação da economia sem os custos associados a alternativas intervencionistas ou que requeiram maior grau de coordenação social e política.

No entanto, traz consigo o risco de suscitar uma explosão hiperinflacionária, o que poderia ser evitado, pelo menos num curto período de tempo, caso as autoridades estabilizassem a inflação e administrassem gradualmente a desmonetização da velha moeda, de modo a impedir uma fuga avassaladora. Mesmo assim, restaria uma certa área cinzenta, associada à capacidade de evitar-se uma oferta excessiva da nova moeda<sup>165</sup>, com consequente deterioração na confiança quanto à estabilização<sup>166</sup>.

---

MARQUES(1988) p. 107. Aparentemente, o debate travado à época parece ter favorecido os críticos temerosos quanto aos riscos da moeda indexada, sendo que o Plano Cruzado parece constituir uma versão híbrida das duas principais linhas: a reforma monetária com moeda indexada e o choque heterodoxo com controles de preços e rendas. Detalhes adicionais em MARQUES(1988).

<sup>165</sup> Uma opção seria fixar limites rígidos para a emissão da moeda indexada. Duas dificuldades para isto: i) a instabilidade da demanda de moeda sob alta inflação; ii) a eventual ausência de significado dos limites, tanto em virtude da taxa cambial fixa em relação à moeda indexada, como da disposição justificada do BC para atender toda a demanda pela moeda indexada. LOPES(1989) propõe a adoção pelo Brasil de um padrão bimonetário, a partir da emissão de uma nova moeda, o Real. A proposta é bastante sofisticada, incluindo limitação à emissão da nova moeda, e mecanismos indiretos de subordinação da política fiscal ao controle monetário. Cf. capítulo 8.

<sup>166</sup> Segundo FRANCO(1989b), no caso alemão, o "Rentenmark" foi beneficiado pela credibilidade associada à liderança de Hjalmar Schacht à frente do Reichsbank, com a confiança residindo, inicialmente, em bases subjetivas.

A seguir vamos analisar uma abordagem clássica e refinada sobre a gerência de programas voltados para o combate às inflações altas, e que procura realçar a necessidade dos elementos heterodoxos.

### 1.6.3. O Enfoque de Âncoras Múltiplas<sup>167</sup>

Tal enfoque foi formulado por Michael Bruno a partir de uma generalização da experiência com o programa israelense implementado em 1985<sup>168</sup>. A contextualização desta opção é interessante, pois como reconhece Bruno, em tese, uma visão estritamente teórica recomendaria a escolha de uma meta nominal única para ancorar o sistema. No entanto, como a possibilidade de insucesso num programa deste tipo é elevada, a adoção de múltiplas âncoras guardaria analogia com o princípio de diversificação de riscos da teoria das finanças<sup>169</sup>.

Desta forma, além do ajuste fiscal e da taxa cambial, esta última geralmente considerada uma âncora clássica para o caso de países pequenos e abertos, seria necessário defender o controle de agregados monetários e redefinir as bases da indexação salarial, de modo que as variações de preços relativos fossem minimizadas. Por outro lado, para obter a contenção das demandas por indexação salarial, seria conveniente adotar algum mecanismo de controle ou congelamento de preços privados e públicos.

Naturalmente, as variações de preços relativos serão inevitáveis durante o programa<sup>170</sup>, mas a propagação tenderá a ser menor, evitando que a

---

<sup>167</sup> Embora a lógica desta noção apareça em diversos escritos sobre estabilização, sua formulação mais satisfatória aparece em BRUNO(1991) e (1993).

<sup>168</sup> Consulte também BRUNO(1986) e SANTOS NETO(1993).

<sup>169</sup> Cf. BRUNO(1991) pp. 24-25.

<sup>170</sup> Poder-se-ia argumentar que o aumento da inflação na nova moeda após a reforma monetária indicaria a inadequação da aplicação da moeda indexada, pois restaria claro que a inflação não era predominantemente inercial. Consideramos tal argumentação equivocada, pois existem fatores gerais, ou seja, não inerentes ao mecanismo de

elevação da taxa de desemprego e a sobrevalorização cambial atinjam níveis pouco recomendáveis.

É interessante fazer uma rápida discussão dos aspectos principais considerados por Bruno na formulação de um plano de estabilização abrangente, recomendado para lidar com processos de inflação crônica acelerados<sup>171</sup>.

Em primeiro lugar, ele destaca seis elementos que condicionam o sucesso potencial dos programas<sup>172</sup> : a) Caso tenha havido planos fracassados, é necessário diferenciar a nova iniciativa para que ela obtenha credibilidade; b) A liderança política deve ser forte (partido majoritário ou coalizão ampla) e a situação deve ser disfuncional a ponto de explicitar a inevitabilidade da estabilização; c) O programa deve ser abrangente e integrado, para não prejudicar a consistência ou favorecer a adoção apenas de medidas pontuais; d) Deve-se buscar o maior consenso entre os economistas e técnicos, para aumentar as chances de ser aprovada uma formulação consistente<sup>173</sup>; e) O plano deve possuir elementos que apontem para a

---

coordenação de expectativas aplicado, que atribuem uma boa parte da inflação residual à alteração dos preços relativos na transição para a estabilidade, como discutido na seção 1.6.4 adiante.

<sup>171</sup> BRUNO(1993) procura fazer uma discussão abrangente sobre a origem dos processos de inflação crônica e de sua aceleração, onde fica claro o papel dos choques e da acomodação monetária. MELTZER(1994) critica a linguagem usada por Bruno, argumentando que é a presença de distorções no ajuste de uma economia, por exemplo, associadas à rigidez da taxa cambial ou da taxa de juros, que impediria a reversão das expectativas inflacionárias. Por outro lado, ainda segundo este crítico, a ênfase excessiva de Bruno no papel dos choques faz a política de estabilização depender demais da sorte, quando, na verdade, o que é decisivo é a percepção do público de que o governo está disposto a pagar o preço político para evitar o aumento do déficit público. A nosso ver, a tentativa da macroeconomia de enxergar a inflação como um fenômeno geral, universal e de mesma natureza em qualquer sociedade e época, representada pela crítica de Meltzer, não é bem sucedida na explicação da dinâmica, bem como na sugestão de terapias social e politicamente toleráveis para as inflações crônicas e extremas.

<sup>172</sup> Cf. BRUNO(1993) pp. 267-268. Seria interessante analisar a adequação do Plano Real a estas condições. Veja capítulo 4 adiante.

<sup>173</sup> Curiosamente, a visão de Bruno está permeada por uma cisão forte entre os interesses do economista e do político, este último sempre interessado em evitar medidas duras.

melhoria da situação social e política, bem como para a sobrevivência das lideranças então no poder, mesmo que fique claro que haverá sacrifícios a curto prazo.

Os pontos levantados por Bruno são bastante gerais e qualitativos, sendo difícil saber qual o momento onde as condições máximas estariam reunidas. No entanto, enquanto iniciativas para melhorar a imagem e a credibilidade inicial do programa, parecem proposições razoáveis.

Em segundo lugar, Bruno divide o plano em 4 etapas, a saber: a) ajuste ortodoxo ou controle dos fundamentos; b) sincronização e ancoragem das variáveis nominais, combinada com políticas de rendas, fase em essência heterodoxa; c) elementos adicionais e complementares para facilitar a transição; d) reformas estruturais para aumentar a eficiência microeconômica. Uma quinta etapa é associada com a redemocratização, através de reformas políticas<sup>174</sup>.

A primeira etapa envolveria o ajuste fiscal, o incremento da autonomia do Banco Central e uma eventual desvalorização cambial inicial para não colocar em risco o equilíbrio externo. São citados ainda a reestruturação do endividamento externo e medidas para amortecer os efeitos sociais, mas elas mais parecem elementos complementares e pouco convencionais (etapa c)<sup>175</sup>.

A fase de sincronização caracterizaria o componente heterodoxo, envolvendo a definição das trajetórias para as variáveis nominais. A taxa de

---

<sup>174</sup> Bruno não se estende muito neste aspecto, mas dá para perceber que sua abordagem foi derivada a partir de um contexto político maduro como o de Israel, segundo o próprio autor, distinto da situação predominante nas "democracias em transição" da América Latina. O subtítulo de seu livro: "teraphy by consensus", sugere que trata-se de uma discussão voltada para sociedades onde é maior a capacidade de formar consensos através do diálogo entre forças e correntes antagônicas.

<sup>175</sup> Ainda assim podem jogar um papel relevante como aspectos complementares. Neste sentido, a reestruturação do endividamento externo pode ser fundamental para que a fixação da taxa cambial seja crível. Isto parece ter sido importante no caso alemão(1923), por ocasião da negociação sobre as reparações de guerra, Cf. FRANCO(1989b) p. 448. A dimensão relativa à redução dos efeitos sociais pode contribuir no aumento do grau de adesão social ao programa.

câmbio poderia ser fixada, enquanto a moeda ou o crédito estariam sujeitos a tetos de expansão<sup>176</sup>. Dada a visibilidade e a natureza didática da estabilidade cambial, bem como a instabilidade da demanda de moeda, seria mais prudente deixar a flexibilização cambial com controle estrito de agregados monetários para uma fase posterior do programa.

Por outro lado, no bojo de um pacto social, as cláusulas de indexação salarial seriam suspensas e/ou teriam seus prazos ampliados. Os controles de preços seriam úteis para suscitar uma quebra, bem como para aumentar a viabilidade política do controle salarial. Outra alternativa seria incrementar a adesão às metas de determinação de salários e preços através de incentivos tributários, como já cogitado na seção 1.6.2.2.

Entre os elementos complementares, incluem-se a conversão das taxas de juros nominais, medida importante para minimizar transferências entre credores e devedores, bem como a reforma monetária, envolvendo troca de denominação da moeda, corte de zeros, etc, de caráter mais psicológico.

Dois outros pontos concluem a terceira etapa, mas parecem se encaixar num bloco adicional de medidas, com o intuito de recuperar a capacidade da política monetária: i) desindexação ou desdolarização de ativos líquidos e ii) reescalonamento da dívida interna, que também tem uma dimensão fiscal<sup>177</sup>. Estas medidas, em especial a primeira, são mais importantes do que Bruno parece supor, embora não sejam essenciais. Sua eficácia diz respeito ao aumento da sensibilidade da economia à política monetária, o que pode ser salutar ao reduzir a dosagem do pacote restritivo necessário para manter a consistência do programa.

---

<sup>176</sup> Em tese, a sincronização deveria ser contingente, ou seja, as metas para as variáveis nominais seriam compatíveis com a queda esperada na inflação, mas poderiam ser revisadas em função de mudanças imprevistas para manter a consistência das semi-âncoras entre si.

<sup>177</sup> Veja o item 1.4 acima.

A etapa de reformas estruturais, além de incluir medidas de natureza fiscal, como a mudança eventual no sistema de repartição de impostos entre esferas de governo, envolve uma ampla liberalização dos mercados, com desregulamentação e privatização em todas as esferas. Este último conjunto parece ser mais relacionado a uma eventual opção em termos de projeto de crescimento com inserção internacional, não constituindo condição necessária ou suficiente para a obtenção da estabilidade de preços. A sua implementação coloca diversas questões importantes de sequência e "timing"<sup>178</sup>, sendo que duas delas são mencionadas a seguir.

A primeira diz respeito à inadequação da visão convencional de que as reformas estruturais devem seguir a estabilidade de preços. Embora a eficácia das reformas liberalizantes dependa da sinalização de preços relativos, a estabilidade macroeconômica pode requerer o avanço de algumas reformas, especialmente daquelas ligadas às finanças públicas e ao aumento da concorrência externa e interna.

A segunda questão diz respeito à preocupação principal deste item, ou seja, a necessidade e oportunidade para adoção de instrumentos de desindexação. Bruno acredita que em alguns poucos casos, onde a formação de preços com base nas expectativas torna-se dominante, como no limiar da hiperinflação, seria possível não atacar a inércia. Os exemplos seriam Bolívia(1985) e Argentina(1991)<sup>179</sup>.

---

<sup>178</sup> Por exemplo, a extensão da desregulamentação e liberalização dos mercados cambiais, de modo a abarcar os movimentos de capitais, pode ser recomendada apenas depois de consolidada a estabilidade de preços. BRUNO(1993) reconhece este ponto, sugerindo que algumas reformas podem ser implementadas gradualmente, depois de anunciadas de maneira firme para ensejar credibilidade, Cf. pp. 275-277. Veja também a este respeito EDWARDS(1992b) e GONÇALVES(1996).

<sup>179</sup> MELTZER(1994) desenvolve uma visão crítica sobre o caráter inercial das inflações crônicas, salientando que sinais críveis de controle fiscal é que são capazes de reverter as expectativas inflacionárias, constituindo uma mudança nas "anticipations" sobre o programa. O exemplo citado por Meltzer é a Argentina. Acreditamos que, embora a economia argentina tenha exibido um grau de dolarização mais forte que o das demais economias com inflação extrema, a convergência inflacionária e a fase de consolidação

Enfim, esta abordagem enfatiza a necessidade de uma quebra ("terapia de choque"<sup>180</sup>), onde seriam equacionadas a questão da sincronização das variáveis nominais e da credibilidade. Ela pode ser vislumbrada como um refinamento interessante das políticas heterodoxas, de modo a contornar as dificuldades de coordenação<sup>181</sup> típicas da transição para a estabilidade, oferecendo a externalidade necessária para tornar o programa crível e aumentar sua sustentabilidade, ao evitar oscilações dramáticas nos preços relativos. Por outro lado, tal enfoque não cai no equívoco de esquecer o ajuste fiscal.

A opção pela ancoragem múltipla poderia ser vista como uma fase que antecede a implantação de uma gestão flexível durante a consolidação da estabilidade<sup>182</sup>. Este tipo de desenho manteria uma regra de balizamento para a trajetória gradual e descendente das expectativas inflacionárias. Ao mesmo tempo, haveria um raio de manobra para o ajuste de preços relativos, evitando-se um viés recessivo ou a formação de desequilíbrios macroeconômicos ou setoriais insustentáveis no futuro.

---

da estabilidade guardam muitas similaridades com a experiência dos demais países estudados no capítulo 2.

<sup>180</sup> Deste modo, as políticas para lidar com as inflações altas ficariam mais próximas das recomendadas para acabar com as hiperinflações, diferindo substancialmente das políticas gradualistas aplicadas às inflações moderadas.

<sup>181</sup> BRUNO(1993), da mesma forma que PATINKIN(1993), salienta que uma das dificuldades de coordenação mais relevantes no caso israelense referia-se à viabilização de um ajuste fiscal sem comprometer o equilíbrio dos interesses políticos representados no gabinete. No caso brasileiro, onde a democracia não atingiu o mesmo grau de maturidade, a intensa fragmentação política fica configurada pelo veto às medidas de ajustamento, a partir da afirmação dos interesses específicos dos setores organizados da sociedade civil, sem que surja uma visão hegemônica e global quanto à obtenção do equilíbrio fiscal sustentável.

<sup>182</sup> Os programas de estabilização aplicados no Chile e em Israel tem resultado na combinação de bandas cambiais amplas e ajustáveis, com metas preanunciadas de inflação, configurando uma estratégia de gestão flexível durante a transição para níveis de inflação abaixo de um dígito anual. A este respeito veja ARAÚJO & FEIJÓ FILHO(1993), LEIDERMAN & BUFMAN(1995), e WILLIAMSON, John.[1995]. How to Manage Exchange Rates: Lessons from Israel, Chile and Colombia. Institute for International Economics, 6 sept. 1995.

Quais seriam as objeções e críticas mais fortes a esta abordagem ? Em primeiro lugar, a existência de mais de uma âncora nominal pode deixar o equilíbrio monetário indeterminado. Uma segunda dimensão, ligada à primeira, refere-se ao fato da indeterminação criar potencialmente<sup>183</sup> uma inconsistência entre as âncoras, o que pode trazer incerteza sobre qual das variáveis ou que aspecto da política econômica seria flexibilizado.

Dependendo da combinação de políticas, a solução obtida poderia ser inferior a uma situação onde exista uma única âncora nominal. Por exemplo, a tentativa de controlar os agregados monetários e creditícios, ou mesmo de trabalhar com taxas de juros sensivelmente diferentes das internacionais, pode não ser sustentável se a taxa cambial for predeterminada, ou seja, se a necessidade de esterilização do ingresso de recursos externos ameaçar a continuidade da política econômica.

Naturalmente, tal perspectiva poderá reduzir a credibilidade do programa, em função da percepção pelo público de que o uso da política monetária para controlar a absorção interna, a obtenção do equilíbrio do balanço de pagamentos a médio prazo e uma trajetória não explosiva para a dívida pública, podem ser irreconciliáveis.

#### **1.6.4. Alguns Efeitos dos Programas Heterodoxos e a Dinâmica de Preços Relativos**

A aplicação de controles diretos sobre os preços pode levar à formação de gargalos e mercados negros, mas parte da demanda especulativa pode ser evitada através dos efeitos em termos de redução das expectativas inflacionárias. Todavia, se a sensação de insustentabilidade associada ao

---

<sup>183</sup> Em princípio, apenas por acaso as âncoras nominais seriam mutuamente consistentes com a estabilidade de preços e com a manutenção do equilíbrio externo e interno.

desabastecimento tornar-se predominante, as práticas especulativas e os seus sintomas podem ganhar importância, daí sendo fundamental dosar o “timing” na liberação dos controles, de modo a evitar excessos.

A punição aos que apostam contra o plano, além dos eventuais esquemas formais e informais de compulsão e penalização, viria de maneira gradual e pulverizada, provavelmente através da redução das vendas, bem como pelo ajuste descendente dos preços de ativos e bens duráveis.

Macroeconomicamente, vimos na seção 1.2 que tais resultados poderiam depender da trajetória da taxa de juros e seus impactos no nível de atividade, podendo surgir uma recessão mais ou menos prolongada, bem como efeitos distributivos e alocativos importantes, dependendo da duração e firmeza das autoridades na adesão às metas nominais especificadas no programa.

Contudo, no período inicial de vigência dos planos heterodoxos, os custos sociais parecem reduzidos, geralmente vindo a se manifestar mais tarde. Mas após a etapa inicial onde a redução da inflação é mais intensa, ou seja, já na fase de consolidação, a atividade econômica pode experimentar uma retração, pois a lenta convergência inflacionária acaba por gerar uma taxa cambial sobrevalorizada, ao mesmo tempo que as taxas de juros são mantidas elevadas para garantir o equilíbrio externo.

Quando o ajuste fiscal estrutural é realizado, a economia tende a sentir mais fortemente a queda de dinamismo, em função da maior carga de impostos, bem como pela redução dos gastos públicos. Caso contrário, a demanda tende a explodir, inclusive pelos efeitos dos comportamentos especulativos de consumidores e produtores em antecipação ao abandono da política, mostrando-se a insustentabilidade do programa de estabilização<sup>184</sup>.

---

<sup>184</sup> Veja BLEJER & CHEASTY(1988).

Em suma, os programas heterodoxos apresentam efeitos iniciais em geral positivos, tanto no que tange ao nível de atividade, quanto em relação ao consumo e aos salários reais<sup>185</sup>. Assim, as consequências negativas diretas, em termos de distribuição de renda, parecem ter pouco significado, apesar de vários programas terem envolvido grandes mudanças na constelação de preços relativos.

Tal efeito pode dever-se em parte ao esforço de ajustamento prévio à estabilização definitiva, que tende a antecipar os custos sociais e diluí-los no tempo. Mesmo assim, é lícito considerar que como a dependência em relação aos serviços públicos é maior nas camadas mais pobres, caso o ajuste fiscal seja obtido com ênfase no corte de gastos públicos relacionados às atividades sociais, como saúde e educação, estes segmentos da população serão penalizados<sup>186</sup>.

Paralelamente, a necessidade de reduzir custos para manter a competitividade, especialmente na fase de consolidação dos programas com âncora cambial, parece ter levado a um certo encolhimento do mercado de trabalho formal, o que pode ser qualificado como uma deterioração na qualidade do emprego, embora não necessariamente na sua quantidade.

Outro aspecto relacionado à dinâmica da atividade econômica e do emprego é o comportamento dos preços e salários relativos após a estabilização<sup>187</sup>. Uma característica geral destes movimentos é o aumento do preço relativo dos setores "flex-price", ou seja, dos bens cuja formação dos preços é mais sensível a variações imediatas na demanda e na oferta, do que à evolução dos custos.

---

<sup>185</sup> Consulte os itens 1.3 e 1.5, onde o assunto mereceu uma abordagem mais detalhada.

<sup>186</sup> AMADEO(1994) enfatiza corretamente estes aspectos.

<sup>187</sup> Sobre esta discussão veja FRANCO(1989a) e CUNHA, L. R.[1990]. Congelamento e Políticas Heterodoxas: A Experiência Brasileira. PUC-RJ, Texto para Discussão Interna nº 253, dez. 1990. apud FRANCO & PARCIAS JÚNIOR(1991) e FRANCO(1995).

Ilustram este ponto não só a elevação no preço real dos aluguéis, como a alta nos salários reais dos trabalhadores do setor informal da economia, captada nas estatísticas sobre rendimento dos empregados sem carteira e dos que trabalham por conta própria. É verdade que em certos programas de estabilização, especialmente heterodoxos, formou-se uma situação de excesso de demanda, mas há elementos mais gerais que contribuem para a explicação desta dinâmica.

Uma das visões recentes acerca da dinâmica de preços relativos na fase pós-estabilização<sup>188</sup> enfatiza não só aspectos como o comportamento estratégico especulativo dos agentes econômicos, como também a formação de preços em mercados com informação imperfeita, o papel das atividades de busca por parte dos consumidores e a existência de relações de clientela .

Tal discussão teórica foi motivada pela elevação no preço real dos serviços em geral, bem como dos produtos com marcada diferenciação, observada em vários programas de estabilização, e especialmente naqueles onde eram aplicadas políticas de rendas<sup>189</sup>.

São dois os aspectos básicos deste tipo de interpretação da dinâmica de preços relativos: i) a inflação alta diminui sensivelmente o conteúdo informacional dos preços; ii) em mercados com informação imperfeita, diferenciação de produto e dispersão geográfica, tendem a se formar relações de clientela, cuja natureza se altera na transição para a estabilidade.

No lado do produtor, a relação de clientela se expressa através da possibilidade de discriminar preços, em função do patamar da elasticidade da demanda. Assim, as firmas sob competição monopolística reagiriam ao aumento da inflação através da diminuição das margens de lucro, na medida

---

<sup>188</sup> Tal visão está representada, por exemplo, por FRANCO & AMADEO(1990) e FRANCO & PARCIAS JÚNIOR(1991).

<sup>189</sup> Ademais, trata-se em geral de produtos cuja oferta é atomizada, o que dificulta a ação de eventuais esquemas de controle e fiscalização de preços.

em que a demanda se tornaria mais elástica a preços. Por outro lado, em função do custo elevado do capital de giro, seria racional que as empresas praticassem a discriminação de preços, cobrando um preço de clientela menor que o preço à vista usual.

No lado do consumidor, o aumento da inflação seguido de maior dispersão de preços relativos incentivaria as atividades de busca, o que tenderia a reduzir a relevância das relações de clientela, tornando os preços esperados menores e a demanda elástica a eventuais recuperações de margens de lucro por parte dos negociantes.

Quando ocorre a diminuição abrupta da inflação, a redução da dispersão de preços relativos tende a desincentivar as atividades de busca, reativando assim as relações de clientela. Isto tornaria o consumidor mais propenso a aceitar uma recuperação compensatória nos preços relativos de determinados segmentos da economia.

Por outro lado, as firmas perderiam o incentivo para discriminar preços, em função da menor importância das relações de clientela como seguro para as incertezas presentes na alta inflação, principalmente aquelas relativas à falta de liquidez, devido não só à redução dos custos de financiamento, como à diminuição da dispersão de preços, ou ainda a um eventual deslocamento na demanda, elevando a parcela das compras feitas por não-clientes.

A dinâmica assim sugerida forneceria uma alternativa para explicar porque as tarifas públicas e os preços dos bens industriais<sup>190</sup> exibem variações moderadas após a estabilização. Trata-se de produtos em geral ofertados por monopólios, por oligopólios sujeitos à concorrência externa ou que fabricam produtos homogêneos. Contrariamente, os preços dos serviços e dos produtos

---

<sup>190</sup> Isto pode decorrer também, em menor medida, da recuperação preventiva de preços e margens de lucro realizada antes da implementação, mas após o anúncio do plano de estabilização.

diferenciáveis parecem mudar de comportamento após a redução da inflação, verificando-se uma recuperação marcante no seu preço relativo, o que acaba elevando a taxa de inflação residual.

Já os preços dos alimentos e dos produtos afetados por variações sazonais mostrariam um comportamento mais errático, dependente da conjugação dos fatores de demanda e oferta presentes na ocasião, sendo não apenas menos sensíveis à adoção de controles, como também não apresentando um padrão de oscilação tipicamente associado à estabilização.

## **1.7 ALGUMAS LIÇÕES A PARTIR DA EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL**

### **1.7.1. Lições para o Combate às Inflações Extremas**

Neste item destacamos alguns dos aspectos levantados até aqui mais importantes na continuidade de nosso trabalho.

a) tratamos até o momento de processos distintos, desde a inflação moderada até as inflações extremas, que podem até desembocar em hiperinflações. Vimos que as políticas fiscal e monetária contracionistas são eficazes nos processos de inflação moderada.

b) nas hiperinflações clássicas, os traços fundamentais ligados ao comportamento “forward-looking” na fixação de preços em geral, bem como à maior credibilidade e viabilidade política para a estabilização, determinam quedas abruptas na inflação, associadas em geral à estabilização da taxa de câmbio. Os custos tendem a ser menores que sob um enfoque gradualista, embora não necessariamente reduzidos. Nestes programas de estabilização, diferentemente das inflações mais baixas, há grande monetização, e apesar

das taxas de juros inicialmente elevadas, a política monetária e fiscal deve ser avaliada por critérios qualitativos, em função da percepção de que sua configuração é sustentável a longo prazo.

c) nas inflações extremas, a credibilidade é mais difícil de ser obtida que nas hiperinflações clássicas, o que justifica-se em geral por aspectos de economia política e por características da dinâmica de preços mais acentuadamente marcada pela memória inflacionária ("backward-looking").

d) a credibilidade é um atributo endógeno, ou seja, depende da estrutura, aplicação e percepção sobre o programa e não somente das características formais dos elementos incluídos na sua configuração original, embora nas fases finais das hiperinflações possa ser alcançada mais facilmente.

e) de modo geral, a moderna macroeconomia tem sugerido a adoção de regras de política econômica ("Rules"), a partir da existência de incentivos para que as autoridades não cumpram suas promessas, associada à inconsistência temporal da política ótima. Portanto, no caso específico das inflações extremas, é necessário demonstrar de maneira inequívoca o compromisso do governo com a estabilização, o que passa por alguma redundância de compromisso ("overcommitment") quanto às variáveis e políticas macroeconômicas.

f) mecanismos de coordenação de expectativas e âncoras nominais são elementos que tornam mais rápido o ajuste das expectativas inflacionárias<sup>191</sup>. A

---

**191** Vimos no item 1.5 que a convergência inflacionária nos casos de inflação crônica e extrema é lenta, mesmo sob a presença de uma âncora nominal aparentemente crível, resultando em eventual comprometimento do equilíbrio macroeconômico e reversão ou

sincronização das trajetórias das variáveis nominais facilita a transição para a inflação baixa, ao reduzir as variações de preços relativos que poderiam tornar o programa insustentável, enquanto que as âncoras nominais procuram indicar o compromisso do governo com a estabilização.

g) a partir do conceito de inflação inercial, apresentamos os mecanismos para coordenação de expectativas inflacionárias como alternativa para realizar a desindexação e/ou sincronização na evolução dos preços, suscitando um corte abrupto similar ao das hiperestabilizações. Tal quebra permite a redefinição das práticas de fixação de preços em geral, na direção de um esquema baseado nas expectativas inflacionárias ("forward-looking"), o que tende a tirar a relevância da memória inflacionária (inércia).

h) por outro lado, as dificuldades de coordenação, na adesão a um programa de combate às inflações altas, sugerem que a estabilização pode ser considerada um bem público, cuja oferta será subótima a menos que haja uma atuação externa favorável. Neste sentido, a adoção de diferentes formas de políticas de rendas e/ou o emprego de moedas indexadas tendem a limitar a margem para comportamentos especulativos socialmente indesejáveis (caronas ou franco-atiradores), aumentando a credibilidade da desinflação, bem como reduzindo seu custo social e político.

i) os controles de salários e preços, resultantes ou não de um pacto social, são eficazes quando há um certo grau de coordenação social e política, patenteado sob a forma de instituições representativas e legítimas, de modo a ensejar a adesão da sociedade às metas anunciadas ou negociadas.

j) já a introdução de moedas indexadas representa uma engenhosa alternativa para realizar a desindexação da economia, sem os custos associados a alternativas intervencionistas ou os requisitos mínimos de coordenação social e política. Contudo, constituem um instrumento de administração delicada e complexa, pois podem potencializar a inflação, gerando uma explosão hiperinflacionária.

l) os programas heterodoxos apresentam efeitos iniciais em geral positivos, tanto no que tange ao nível de atividade, quanto em relação ao consumo e aos salários reais. Na maioria dos casos, a necessidade de reduzir custos para manter a competitividade externa, em função da valorização da taxa de câmbio real e dos juros elevados, e os efeitos do ajuste fiscal estrutural, parecem levar a uma redução posterior no nível de atividade e a uma retração no mercado de trabalho formal, o que pode ser qualificado como uma deterioração na qualidade do emprego, embora não necessariamente na sua quantidade.

m) o comportamento dos preços e salários relativos após a estabilização parece ser marcado por um aumento no preço relativo dos serviços e dos produtos diferenciáveis, o que acaba elevando a taxa de inflação residual. Já os preços dos alimentos e dos produtos afetados por variações sazonais mostrariam um comportamento mais errático, pois mais sensível a variações imediatas na demanda e na oferta do que à evolução dos custos.

n) a formação de preços em mercados com informação imperfeita, o papel das atividades de busca por parte dos consumidores e a existência de

relações de clientela, permite formular uma explicação para a elevação no preço real dos serviços em geral, bem como dos produtos com marcada diferenciação.

o) não é necessário que as reformas fiscais estruturais precedam as estabilizações em processos inflacionários mais graves, como as inflações extremas ou as hiperinflações. Nestes casos, é mais razoável esperar que o equilíbrio fiscal intertemporal seja observado após o controle mesmo que temporário do processo inflacionário.

p) o papel da política monetária restritiva nas fases iniciais da estabilização mostrou-se importante em diversos episódios, num contexto onde a credibilidade no programa de estabilização não está estabelecida. Nestes casos, a sustentação da paridade cambial é um aspecto chave, sujeito a ser testado pela sociedade, como o foi em várias tentativas de ataque especulativo aos programas.

q) as inflações em geral devem ser vistas não apenas como fenômenos monetários, mas também fiscais. Neste sentido, o recurso a uma combinação de política monetária restritiva e estabilidade cambial pode manter a inflação sob controle por algum tempo, mas não é capaz de sustentar a estabilização no longo prazo, a menos que a sociedade perceba que o equilíbrio fiscal intertemporal está satisfeito. Assim, não basta reduzir a inflação temporariamente, mas é preciso cristalizar tal perspectiva em mudanças institucionais a nível dos regimes fiscal e monetário, o que pode depender de condições políticas cuja obtenção pode requerer alguns anos após a redução inicial da inflação.

r) em alguns casos, a consolidação da estabilização deve envolver o tratamento da questão do sobreendividamento governamental ("debt overhang"), em vista do mesmo inviabilizar a sustentação do equilíbrio fiscal. Contudo, é preferível buscar soluções cautelosas, evitando o dano ao crédito público ou a percepção de que o alívio financeiro pode resultar em flexibilidade excessiva na gestão dos gastos e receitas públicas. Ademais, os processos de consolidação de dívidas públicas internas parecem ter requerido condições políticas muito favoráveis, como coalizões com grande grau de hegemonia ou regimes autoritários, provavelmente tão difíceis de ser reunidas quanto as necessárias para estabilizar a economia e realizar um ajuste fiscal estrutural.

### **1.7.2. Aspectos Gerais e Finais sobre as Âncoras Nominais<sup>192</sup>**

Fazemos agora uma reflexão geral sobre a adoção de diferentes opções e combinações de âncoras nominais em programas antiinflacionários.

Em primeiro lugar, cabe ressaltar que a escolha entre a adoção de uma âncora cambial ou monetária não inviabiliza a obtenção pela economia de um equilíbrio estacionário com estabilidade, ou sequer suprime os custos requeridos para a sua obtenção. Contudo, a dinâmica das principais variáveis macroeconômicas pode ser substancialmente diferente, inclusive ensejando o abandono ou fracasso da iniciativa adotada, ao mesmo tempo que a distribuição dos custos pode ser alterada em função do programa implementado. De forma similar, a plausibilidade da hipótese de que a

---

<sup>192</sup> Esta seção está baseada em RODRIK(1989), CUKIERMAN, KIGUEL & LIVIATAN(1992), BRUNO(1993), AGÉNOR(1994) e CALVO & VÉGH(1994).

credibilidade de um programa é baixa afeta a escolha ótima, visto que a resposta em cada um dos casos é substancialmente diferente.

Assim, a âncora cambial, em geral, tende a diferir os custos no tempo, requerendo uma fase de ajuste mais adiante, mas mostrando elevação no emprego e na renda a curto prazo. Contudo, a fase contracionista pode ser acompanhada de reversão ou interrupção dos fluxos de capitais necessários ao financiamento do hiato de recursos reais e financeiros do país. Grandes alterações ou choques que exijam mudanças substanciais na taxa de câmbio também podem tornar tal estratégia insustentável, e gerar crises de inadimplência e quebras no sistema financeiro, especialmente em função da magnitude do descasamento entre passivos dolarizados e ativos/operações de crédito em moeda doméstica. Devemos considerar também o fato dos ativos bancários serem muito menos líquidos que os passivos, o que em caso de uma fuga de capitais tende a agravar as dificuldades de liquidez.

Outra questão importante, em se tratando de ancoragem cambial, diz respeito à escolha da regra cambial apropriada. Veremos, por ocasião do exame da experiência comparada, que existe uma ampla variedade de alternativas, como as opções mais flexíveis adotadas em Israel e no PAEG, de um lado, ou o radical programa de convertibilidade argentino de outro. Alguma luz sobre o assunto tem sido fornecida a partir da aplicação da literatura sobre credibilidade na análise de programas de estabilização.

A dicotomia básica envolve os conceitos de flexibilidade e credibilidade, mas a interação e os dilemas não são simples<sup>193</sup>. É razoável considerar, à

---

<sup>193</sup> Uma abordagem rica está contida em CUKIERMAN, KIGUEL & LIVIATAN(1992). Neste estudo, os autores formulam um modelo que retrata de maneira estilizada as

primeira vista, que uma regra mais dura, como uma fixação da paridade em lei (Argentina 1991), poderia levar a uma queda mais forte na inflação esperada, visto que é muito reduzido o grau de flexibilidade, sendo pouco plausível esperar que o governo desvalorize a moeda para contrarestar os efeitos reais da lenta convergência inflacionária ou obter benefícios temporários ligados ao aumento da atividade econômica e do emprego.

Por outro lado, nem sempre o maior grau de compromisso enseja um aumento de credibilidade, pois este depende também do custo associado à obediência da regra anunciada. Assim, a assunção de um compromisso muito firme também pode reduzir a credibilidade, pois o custo de adesão (ou de não burlar o compromisso) à regra pode ser tão alto que torna-se impagável, daí surgindo a percepção de insustentabilidade.

Já uma alternativa de ancoragem monetária parece explicitar os custos da estabilização mais rapidamente, gerando uma forte tendência deflacionária na economia. No entanto, esta opção pode ocasionar um grande custo social e político, inclusive fragilidade intensa no sistema financeiro doméstico e crises agudas de inadimplência, o que pode inviabilizar sua adoção sob determinadas circunstâncias políticas e econômicas. Por outro lado, como a ausência de credibilidade magnifica a substituição intertemporal de consumo e outros efeitos típicos de uma âncora cambial, como o ciclo auge/recessão, a escolha de uma âncora monetária neste contexto pode envolver menores riscos, embora também reduza os efeitos potenciais sobre a inflação, pelo menos a curto prazo.

---

**escolhas feitas pelos "policy-makers", mas não há um resultado geral e conclusivo quanto ao grau de compromisso ótimo com a ancoragem cambial.**

Como veremos no capítulo 2, não é grande o número de programas em que a escolha recai sobre uma opção do tipo âncora monetária. É possível argumentar que isto está relacionado não só com os aspectos já mencionados até aqui, como também com algumas desvantagens que esta opção apresenta. Em primeiro lugar, inexistem base ou horizonte para a fixação de metas para os agregados monetários, especialmente em situações de grande desmonetização como nas inflações crônicas ou extremas. Mesmo em geral, a velocidade crescente das inovações financeiras tende por si só a tirar a relevância do controle de agregados<sup>194</sup>. Um segundo aspecto, de relevância estratégica e de marketing, prende-se à maior visibilidade que uma taxa cambial fixa ou que parâmetros para correções da taxa de câmbio podem passar à sociedade.

Apesar de pouco utilizados em contextos de inflação crônica ou extrema, argumenta-se que a âncora monetária seria eficaz nos casos em que a economia apresentasse risco de escalada inflacionária sem controle, ou mesmo nas situações de inflação pouco acima de um dígito, mas desde que estivessemos partindo de situações ou economias não sujeitas ao padrão típico de inflações crônicas degeneradas<sup>195</sup>.

Por outro lado, às vezes afirma-se que a opção por uma âncora monetária, ao não implicar um congelamento da taxa de câmbio, pode evitar a sobrevalorização da taxa de câmbio real. No entanto, isto não é verdade, tanto

---

<sup>194</sup> Cf. KIGUEL & LIVIATAN(1994) e LEIDERMAN & BUFMAN(1995).

<sup>195</sup> Cf. KIGUEL & LIVIATAN(1994). Procuramos deixar nítido ao longo do capítulo que tal posição envolve uma subestimação do grau de inércia associado aos processos de inflação moderada.

a nível teórico<sup>196</sup>, como empírico pois, como vimos no item 1.5, a redução da inflação sob um regime de câmbio flexível leva à uma elevação das taxas de juros com apreciação da taxa cambial.

Uma opção flexível para o desenho das âncoras nominais, denominada de abordagem de âncoras múltiplas, foi formulada por Michael Bruno a partir de uma generalização da experiência com o programa israelense implementado em 1985, guardando uma analogia com o princípio de diversificação de riscos da teoria das finanças.

Tal enfoque combina as âncoras nominais convencionais, cambial e monetária, com a utilização de mecanismos heterodoxos, de modo a quebrar o componente de inércia e reduzir a propagação das variações de preços relativos, evitando que a elevação da taxa de desemprego e a sobrevalorização cambial atinjam níveis pouco recomendáveis.

Assim, além do ajuste fiscal e da taxa cambial, esta última geralmente considerada uma âncora clássica para o caso de países pequenos e abertos, seria necessário defender o controle de agregados monetários e redefinir as bases da indexação salarial. Por outro lado, para obter a contenção das demandas por indexação salarial, seria conveniente adotar algum mecanismo de controle ou congelamento de preços privados e públicos.

Enfim, esta abordagem enfatiza a necessidade de uma quebra ("terapia de choque"), onde seriam equacionadas a questão da sincronização das variáveis nominais e da credibilidade. Ela pode ser vislumbrada como um refinamento interessante das políticas heterodoxas, de modo a contornar as

---

<sup>196</sup> Veja entre outros RODRIGUEZ(1981b), que se propõe a discutir e comprovar esta assertiva.

dificuldades de coordenação típicas da transição para a estabilidade, oferecendo a externalidade necessária para tornar o programa crível e aumentar sua sustentabilidade, ao evitar a sobre-utilização de uma das semi-âncoras.

Uma consideração relevante na análise crítica de desenhos mais flexíveis, como no enfoque de âncoras múltiplas, refere-se aos dilemas potenciais na compatibilização entre as semi-âncoras cambial e monetária. Apesar da clássica lição, aprendida nos modelos da geração Mundell-Fleming, de que sob uma taxa de câmbio fixa a política monetária é ineficaz, programas com orientação mais flexível têm buscado implementar um controle monetário e creditício para evitar grandes pressões de demanda agregada e seus eventuais impactos sobre a inflação. O caso israelense parece atender este quesito.

Este tipo de atitude, porém, não é isento de desvantagens. Supostamente, a tendência à entrada de capitais seria gerada por uma remonetização endógena, ou pelo financiamento do aumento do dispêndio doméstico, que como vimos pode ser gerado indiretamente por respostas salutares da oferta agregada. Por que poderia caber então uma ação governamental inibidora ?

Alguns autores defendem a utilização de controles creditícios e de obstáculos à entrada de capitais, ou mesmo a esterilização dos recursos ingressados, sob o argumento de que dever-se-ia deter os aumentos no consumo e no investimento não considerados "ótimos", ou seja, quer em resposta à credibilidade imperfeita do plano, quer devido à influência da

indexação defasada no padrão de formação das expectativas quanto às taxas de inflação e juros.

Esta decisão não é pacífica, devido inclusive à grande arbitrariedade envolvida na separação entre os componentes de reação ligados a fatores saudáveis ou a distorções. Ademais, temos que considerar a relativa ineficácia a médio prazo dos controles de capital e o custo elevado da política de esterilização.

Por outro lado, uma eventual combinação de políticas monetária e cambial que seja pautada por um padrão misto, em parte associado a uma âncora cambial e em alguma medida simulando alguns atributos de controle monetário, pode ser ineficaz se perseguida por um período longo. Além disso, a credibilidade do programa pode cair, à medida que o público perceba que o uso da política monetária para controlar a absorção interna, a obtenção do equilíbrio do balanço de pagamentos a médio prazo e uma trajetória não explosiva para a dívida pública, podem ser irreconciliáveis.

A configuração de um programa de estabilização, como podemos notar, não é tarefa fácil. É necessário conhecer as condições estruturais da economia e sua posição recente, para pesar adequadamente os fatores negativos e positivos. Considerações políticas e de economia política são importantes, bem como o grau de compromisso com a estabilidade que as autoridades acham razoável empenhar.

Por outro lado, a possibilidade de ocorrerem mudanças imprevistas de cenário, bem como choques externos, pode tornar atraente algum grau de flexibilidade na especificação das metas e na definição da estrutura do

programa. Neste sentido, como na discussão sobre o regime cambial adequado, o debate mais recente sobre estabilização tem freqüentemente contraposto as noções de credibilidade e flexibilidade<sup>197</sup>.

Aspectos de economia política são também importantes. Por exemplo, o tempo de mandato e as condições sob as quais é possível obter apoio político para a estabilização são fatores que condicionam a trajetória factível para os custos do programa, afetando a escolha da modalidade de ancoragem nominal. Outra limitação diz respeito ao grau de vulnerabilidade do sistema financeiro doméstico, que pode excluir uma opção pela âncora monetária.

Por fim, devemos enfatizar algumas limitações da pesquisa mais recente sobre as questões de estabilização e credibilidade. Assume-se um horizonte temporal arbitrário dentro do qual o programa é crível, mas seria necessário tratar este parâmetro como variável, de modo a investigar sua eventual manifestação nas taxas de juros sob a forma de prêmios de risco, ou nas contas externas, por exemplo, através do consumo e estocagem especulativos de bens importados.

Ademais, como geralmente a credibilidade é tratada de maneira exógena, deveríamos avançar na análise de jogos estratégicos onde, por exemplo, os agentes econômicos não saibam exatamente com que tipo de autoridades se defrontam. Pode-se ainda sugerir que, como algumas decisões de política econômica são colegiadas, seria razoável imaginar a evolução de conflitos estratégicos entre atores com distintas percepções e objetivos de

---

<sup>197</sup> Estas questões são relevantes para a análise do Plano Real no capítulo 3. Algumas fontes para esta discussão são: PLOEG(1989), RODRIK(1989), AGÉNOR & TAYLOR(1992), CUKIERMAN, KIGUEL & LIVIATAN(1992), AGÉNOR(1994) e REINHART & VÉGH(1994a), (1995) e (1996), dentre outras.

política econômica, o que pode levar o governo a agir sob uma linha de ação do tipo "stop and go", ou ainda provocar mudanças na avaliação e no comportamento do setor privado em face de alterações no jogo político ou de aumentos na incerteza.

Vários pontos aqui colocados ficarão mais claros a partir do exame das experiências de combate à inflação, em vários países e sob diversas circunstâncias, realizado no segundo capítulo. O capítulo 3 apresentará o Plano Real e analisará as suas políticas cambial e monetária, sendo seguido de uma retomada final dos aspectos principais da tese.

## **CAPÍTULO 2. ALGUMAS EXPERIÊNCIAS E LIÇÕES DE OUTROS PLANOS DE ESTABILIZAÇÃO**

Neste capítulo pretendemos examinar alguns programas de estabilização, com o objetivo de ilustrar os argumentos levantados no primeiro capítulo, bem como de resgatar lições sobre o combate à inflação brasileira.

Nossa abordagem buscará estabelecer pontos de contraste a partir de programas implementados em outros países e situações, privilegiando as opções em termos de âncoras nominais e a utilização de mecanismos de coordenação de expectativas. Ademais, observaremos aspectos problemáticos na gerência dos programas, de modo a obter evidências ou formular perguntas que enriqueçam a análise do Plano Real.

Neste sentido, após rápida introdução, onde falamos da taxionomia geral dos programas de estabilização e dos critérios para escolha dos casos aqui analisados, apresentamos seis experiências de estabilização. Na verdade, algumas delas envolveram várias fases, ou até mesmo programas distintos e com diferentes orientações.

Trataremos dos casos da Bolívia (1985), Israel (1985), do PAEG aplicado no Brasil no período 1964-66, e do México (1987-1995). A análise prosseguirá com os programas implementados no Chile, que no período 1975-1988 experimentou três fases distintas, e com as duas tentativas da Argentina (1978-81) e (1991-até o presente), utilizando-se de modalidades de ancoragem cambial para estabilizar sua economia. Por fim, uma seção final procurará resgatar os fatos estilizados mais marcantes, fazendo um balanço sobre a perspectiva que se tem a partir das experiências examinadas.

## QUADRO 2

### PLANOS DE ESTABILIZAÇÃO: UMA CLASSIFICAÇÃO PRELIMINAR <sup>1/</sup>

Plano de Estabilização	Período
<b><u>Programas com Âncora Cambial <sup>2/</sup></u></b>	
Argentina (tablita)	1978:12 - 1981:2
Chile (tablita)	1978:2 - 1982:6
Uruguai (tablita)	1978:10 - 1982:10
Plano de Convertibilidade (Argentina 1991)	1991:4 - presente
Uruguai 1991	1991:1 - presente
<b><u>Programas Heterodoxos <sup>3/</sup></u></b>	
Argentina 1967	1967:3 - 1970:10
Austral (Argentina)	1985:6 - 1986:9
Brasil 1964 (PAEG)	1964:3 - 1967:1
Cruzado (Brasil)	1986:2 - 1986:11
Israel 1985	1985:7 - 1990:6
México 1987	1987:12 - 1994:12
Uruguai 1968	1968:6 - 1971:12
<b><u>Programas com Âncora Monetária</u></b>	
BONEX (Argentina)	1989:12 - 1991:1
Collor (Brasil)	1990:3 - 1991:1
Chile 1973	1975:4 - 1977:12
República Dominicana	1990:8 - presente
Peru	1990:8 - presente

1/ Fonte: Classificação adaptada a partir de REINHART & VÉGH(1994).

2/ São os programas cuja âncora básica claramente é a taxa cambial.

3/ REINHART & VÉGH(1994) consideram que estes programas também são cambiais, embora não como âncora exclusiva. Não seguimos tal critério por não considerá-lo adequado para a maioria dos casos ali incluídos.

como os da Argentina e Chile do final dos anos 70<sup>2</sup>, bem como a variante mexicana de ancoragem cambial adotada na segunda fase do plano de 1987; e, por fim, o desenho rígido de âncora cambial do programa argentino de convertibilidade (1991)<sup>3</sup>.

O Plano Cruzado, implementado no Brasil em 1986, constitui um programa cuja análise contemplaria aspectos relevantes da experiência brasileira, bem como ofereceria oportunidade para a discussão de lições sobre a aplicação dos instrumentos heterodoxos<sup>4</sup>.

Contudo, uma análise do Cruzado feita atualmente, mesmo mais distante do calor da discussão travada na época, não teria como escapar aos aspectos polêmicos da gerência do programa, bem como aos elementos de economia política associados àquele momento da realidade brasileira. Dado o

---

<sup>2</sup> O caso chileno no início dos anos 80 é ainda muito discutível. Certos analistas consideram o programa de 1978-1982 como bem sucedido, ao ter trazido a inflação para a caso dos 20% anuais, de forma que a fase seguinte (1984-1988) seria um tratamento gradualista convencional. Neste caso, poderíamos formular duas questões interessantes: i) se a ancoragem cambial foi bem sucedida, porque o custo social da etapa gradualista foi tão elevado? ii) partindo de outra hipótese, de que os fatores inerciais permaneceram ativos, qual teria sido o papel do ajuste fiscal e da redução do nível de atividade como instrumentos indiretos para a desindexação dos salários nominais?

<sup>3</sup> Pode-se indagar da razão pela qual não faremos um exame de algum programa com âncora monetária aplicado a uma inflação elevada ou extrema, sendo aqui candidato claro o caso do Peru nos anos 90. Além das dificuldades específicas ligadas à menor disponibilidade de informações, consideramos que o reduzido número de experimentos onde tal modalidade tenha sido aplicada, especialmente nas fases finais das inflações altas, não justificaria sua inclusão. Ademais, a comparação com a situação brasileira sugere ser mais ilustrativo analisar o PAEG, enquanto a discussão das eventuais lições da crise mexicana incentivou o reestudo das diversas modalidades de âncora cambial.

<sup>4</sup> Com vimos no item 1.6 acima, a discussão das lições do Cruzado, do ponto de vista da formulação, permitiria o reexame das vantagens comparativas da moeda indexada e do congelamento de preços. A rigor, tal debate já foi travado no meio acadêmico e profissional, sendo alguns dos aspectos mais importantes incorporados na análise teórica feita no capítulo 1, de modo que a exclusão do Cruzado não deverá comprometer nossos propósitos. Por outro lado, em termos de gerência de programas heterodoxos, podemos contar com uma discussão detalhada da experiência israelense, bem como com a comparação dos indicadores conjunturais e séries estatísticas sobre atividade econômica disponíveis à época do Cruzado.

caráter polêmico de tal exame, sua consecução com bons resultados acabaria se transformando num estudo a parte e com finalidade própria, afastando-nos dos reais objetivos deste trabalho.

## 2.2. O PROGRAMA BOLIVIANO DE 1985<sup>5</sup>

Como já havíamos mencionado no capítulo 1, o caso boliviano<sup>6</sup> é muito interessante, especialmente por caracterizar um episódio hiperinflacionário não associado a guerras ou revoluções, e ocorrido num país sem tradição de inflação crônica. Ademais, a Bolívia pode ser aproximada a uma economia aberta e pequena, de base industrial reduzida (12% do PIB), cuja exportação envolve dois produtos básicos (com exceção das exportações informais de coca e cocaína), o estanho e o gás natural (ambos abrangem 79% das exportações formais).

Tudo isto favorece o aparecimento de traços típicos das hiperinflações clássicas europeias dos anos 20 e 40, como a dolarização abrangente do sistema de preços e pagamentos, além de sugerir que a economia mostra-se vulnerável a choques externos.

Contudo, a experiência boliviana parece indicar que, apesar de traços clássicos na sua dinâmica e na natureza do programa, as qualificações ao padrão de estabilização espontânea "à-lá-Sargent", discutidas no capítulo 1, seriam pertinentes. Evidenciam isto a pequena recidiva inflacionária vivida nos

---

<sup>5</sup> Sobre o caso boliviano, veja SACHS(1987), MORALES(1988), KIGUEL & LIVIATAN(1992c) e SANTOS NETO(1993).

<sup>6</sup> Exceto quando mencionado, estaremos nos apoiando na clássica interpretação de MORALES(1988).

primeiros meses após o programa, bem como a manifestação dos custos da estabilização nos anos seguintes, na forma de uma lentidão para queda das taxas de juros e retomada do crescimento econômico. Contudo, como veremos a seguir, existem condicionantes específicos, como a ocorrência de um forte choque externo negativo, que podem dificultar a identificação clara da trajetória da economia, não sendo nítida a observação dos custos de ajustamento à estabilidade de preços.

### **2.2.1. Antecedentes e Aspectos da Dinâmica Hiperinflacionária**

As origens desta profunda deterioração monetária remontam aos choques externos do início dos anos 80 e à marcante instabilidade política que os seguiram. A maior sequela, além da elevação do déficit em conta-corrente do balanço de pagamentos, foi a incapacidade de financiar o déficit público com recursos externos (Tabela 7).

O novo governo, empossado em outubro de 1982, iniciou uma política econômica que conduziu o país ao caos em meados de 1984, quando se instalou uma hiperinflação aberta. A política adotada em 1982 envolvia controles de preços e salários, mas o desequilíbrio fiscal e quase-fiscal não foi atacado, gerando grande expansão de moeda e dívida interna, que acabava sendo reduzida depois pela inflação (Tabelas 7 e 8).

Os custos para a economia parecem ter sido razoáveis. A sonegação fiscal cresceu, a necessidade de ajuste externo obrigava o governo a impor controles cambiais, enquanto a instabilidade política e os problemas

**TABELA 7**  
**INDICADORES ECONÔMICOS PARA A BOLÍVIA: 1980-1986**

Item	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
1. Déficit do Setor Público Consolidado (% PIB)	9,0	7,8	14,7	19,1	27,4	9,1	4,0
2. Financiamento do Déficit (% PIB)	9,0	7,8	14,7	19,1	27,4	9,1	n.d.
2.1. Financiamento Externo Líquido (% PIB)	4,9	4,9	-1,0	-1,6	2,3	0,2	n.d.
2.2. Financiamento Interno Líquido (% PIB)	3,9	3,0	16,6	20,7	25,1	8,9	n.d.
2.3. Empréstimos Externos Curto Prazo (% PIB)	0,2	-0,2	-0,9	0,0	0,0	0,0	n.d.
3. Taxa de Inflação Anual <sup>1/</sup>	47,2	32,2	123,5	275,6	1.281,4	11.749,6	276,3
4. Base Monetária sobre o PIB <sup>2/</sup>	9,6	8,6	7,6	7,5	3,6	2,6	3,9
5. M1 em relação ao PIB <sup>2/</sup>	9,6	8,8	7,4	6,4	3,4	2,6	3,9
6. M2 em relação ao PIB <sup>2/</sup>	15,8	15,4	14,3	11,0	4,7	4,9	7,7
7. Taxa de Juros Real	28,0	45,0	45,0	62,0	150,0	231,1	65,2
8. Taxa de Câmbio Real Efetiva Oficial <sup>3/</sup>	100,0	n.d.	135,4	162,6	281,3	78,3	84,3
9. Termos de Troca	100,0	99,7	98,1	99,3	104,1	104,3	81,9
10. Salário Real <sup>4/</sup>	100,0	91,3	66,6	63,3	61,0	59,3	55,7
11. Saldo em Conta Corrente do BP (% PIB)	-1,5	-12,7	-5,6	-5,5	-5,1	-9,2	-10,7
12. Dívida Pública (% PIB) <sup>5/</sup>	62,9	69,2	71,2	82,3	84,1	86,2	88,4
13. Serviço do Dívida Total (% PIB) <sup>5/</sup>	8,2	7,3	7,4	7,6	8,4	6,6	4,5
14. Taxa de Crescimento Anual do PIB Real	1,2	-0,4	-5,6	-7,2	-2,4	-4,0	-2,9
15. Investimento Bruto (% PIB) <sup>6/</sup>	13,9	13,0	7,9	3,1	10,0	5,7	6,1
16. Taxa de Desemprego (%) <sup>7/</sup>	5,8	9,7	10,9	13,0	15,5	18,0	20,0

1/ Variações anualizadas dos níveis médios de preços de cada ano.

2/ Calculadas com base nos saldos anuais médios dos agregados monetários respectivos.

3/ Valor para o final de período. Um aumento no índice indica valorização.

4/ Informação de final de período.

5/ Calculada com base nos valores de final de período, incluindo apenas as dívidas de longo prazo públicas ou com garantia governamental.

6/ Calculada a partir de informações a preços constantes.

7/ Dado de final de período.

Fonte: Reproduzido de MORALES(1988), pp. 315-316.

## TABELA 8

## HIPERINFLAÇÃO E ESTABILIZAÇÃO NA BOLÍVIA: 1982 - 1987

Variações Mensais por Trimestre ou Mês <sup>1/</sup>	IPC	Taxa Cambial do Mercado Paralelo	Taxa Cambial Oficial	Base Monetária	M1	M2
<b>1982</b>						
3º trim.	14,9	29,6	0,0	12,7	14,0	15,7
4º trim.	16,0	7,5	49,9	21,7	14,7	8,9
<b>1983</b>						
I	7,4	19,4	10,6	3,2	5,6	5,8
II	8,9	-1,4	0,0	9,1	7,9	7,3
III	12,8	18,5	0,0	8,3	6,3	7,4
IV	18,8	18,7	26,6	16,6	20,3	14,1
<b>1984</b>						
1º trim.	18,8	25,3	7,8	8,6	10,8	9,0
Abril	63,0	40,6	300,0	15,6	13,4	12,6
Maio	47,0	-1,8	0,0	19,5	22,4	18,7
Junho	4,1	-4,8	0,0	30,3	33,3	35,4
Julho	5,2	6,8	0,0	46,6	36,1	38,5
Agosto	15,0	97,1	0,0	23,3	19,9	24,0
Setembro	37,3	94,4	0,0	15,1	23,9	22,6
Outubro	59,1	11,1	0,0	27,1	34,3	25,4
Novembro	31,6	21,5	350,0	25,5	25,2	20,5
Dezembro	60,9	32,7	0,0	124,2	120,4	100,8
<b>1985</b>						
Janeiro	68,8	197,8	0,0	36,6	40,5	41,4
Fevereiro	182,8	93,2	455,6	39,5	39,4	37,3
Março	24,9	-9,2	0,0	42,5	40,8	41,8
Abril	11,8	30,7	0,0	43,5	41,8	49,8
Maio	35,7	62,7	50,0	64,9	65,4	61,9
Junho	78,5	76,9	0,0	32,8	30,4	42,1
Julho	66,3	83,8	0,0	57,7	70,4	61,2
Agosto	66,5	33,5	0,0	69,8	57,0	61,9
Setembro 2/	56,5	-8,0	1337,2	46,1	39,0	40,7
Outubro	-1,9	3,0	2,2	15,0	28,4	32,9
Novembro	3,2	22,0	8,6	-0,4	5,9	17,2
Dezembro	16,8	25,5	32,7	48,4	41,5	34,2
<b>1986</b>						
Janeiro	33,0	30,6	29,5	-10,4	-9,3	-5,8
Fevereiro	8,0	-14,4	-10,8	11,7	6,0	14,1
Março	0,1	2,4	2,8	4,1	-0,9	7,7
2º trim.	2,7	-1,6	-0,4	9,7	8,8	16,3
3º trim.	2,0	-0,3	0,1	5,2	6,0	8,7
4º trim.	0,8	0,2	0,2	9,3	10,4	9,6
<b>1987</b>						
1º trim.	1,3	0,7	0,5	-0,3	0,2	5,9

1/ Informações trimestrais são calculadas pelas médias mensais do período.

2/ Início do Programa de Estabilização de 1985.

Fonte: Banco Central da Bolívia e Boletim Estatístico, vários números. Reproduzido de MORALES (1988) pp. 340-341.

distributivos cresciam, de modo que o lado real da economia ficava caótico. A taxa de desemprego e a evolução do salário real, bem como a trajetória do PIB e do investimento interno mostram a deterioração ocorrida entre 1981 e 1985 (Tabela 7).

O processo inflacionário boliviano foi se agravando até a radicalização hiperinflacionária ao longo de 1984 e 1985. A Tabela 7 ilustra a grande desmonetização observada durante a hiperinflação (linhas 4 a 6). Por outro lado, a Tabela 8 sugere o padrão explosivo para as magnitudes nominais, mostrando também que a dinâmica inflacionária era marcada por fases de agravamento e melhoria, em parte influenciadas pelas tentativas governamentais para deter a desvalorização da taxa de câmbio oficial, refletidas temporariamente nas taxas do mercado paralelo.

Como o país não tinha experiência inflacionária antes de 1982, a indexação abrangia apenas o mercado financeiro. Com a escalada hiperinflacionária (abril 1984-setembro 1985), não teve lugar a revisão salarial a intervalos rígidos, talvez em função do grau de dolarização, ao mesmo tempo que a reduzida base industrial não só minimizava a rigidez de preços do sistema, mas tirava a condição dos assalariados se posicionarem contra a estabilização.

Às vésperas do programa, os preços não estavam mais submetidos a controles e a percepção dos custos envolvidos no processo hiperinflacionário, em conformidade com as evidências para os casos clássicos, criava um suporte social e político para a estabilização.

### 2.2.2. O Programa de Estabilização e os Resultados Iniciais

Uma medida governamental de 29.08.1985 iniciou o programa, marcado por um ajuste fiscal, pela correção da taxa cambial com retorno à convertibilidade plena, e por um esforço de desregulamentação e liberalização dos mercados em geral.

Emboras as medidas fiscais tenham sido abrangentes, a estabilização cambial e a imediata redução da inflação (Tabela 8), como nos casos clássicos, contribuíram para o ajuste das finanças públicas, especialmente no caso do representativo conjunto de impostos ligados ao comércio exterior. Houve ampla correção de tarifas públicas, que foram indexadas ao dólar, bem, como um arrocho salarial no serviço público, baseado na noção de que o emprego neste segmento deveria cair fortemente. Os gastos de custeio e investimento das empresas estatais foram contingenciados.

Uma das curiosidades da estabilização boliviana foi a formulação da política cambial e seu papel decisivo na superação de um incipiente ataque especulativo, vivido ao final de 1985 e início de 1986, e comentado adiante.

Inicialmente, ocorreu uma unificação do mercado cambial, e foi anunciado um sistema de câmbio flutuante, mas com leilões diários e abertos pelos quais a autoridade monetária venderia divisas. Os agentes econômicos não saberiam de antemão quer a quantidade quer o preço praticado, logo haveria maior incerteza, sendo necessário interpretar a sinalização dada pelo BC na última atuação. As compras eram realizadas pelo preço médio do último leilão.

O aspecto curioso é que apesar de flutuante, a taxa cambial permaneceu estável, exceto durante o período onde houve um repique da inflação, entre novembro de 1985 e janeiro de 1986, o que permite concluir que, mais importante que a regra explícita adotada, foi a capacidade das autoridades estabilizarem a taxa de câmbio. Depois de fevereiro de 1986, o BC passou a ter maior papel, descaracterizando-se o sistema de flutuação até então aplicado.

O processo de liberalização da economia foi intenso e abrangente, envolvendo a eliminação dos controles de preços, com exceção dos preços públicos, bem como a extinção de barreiras ao comércio interno e externo, mantendo-se apenas tarifas uniformes inicialmente na casa de 20%, mas com tendência de queda futura. Foram permitidas contas em dólar, contas indexadas em moeda estrangeira, ambas com reservas compulsórias mais baixas, além das contas em moeda nacional. As operações ativas podiam ser acertadas livremente em qualquer das opções. No mercado de trabalho, houve redução da participação estatal nas negociações, eliminação de cláusulas compulsórias de indexação e redução das restrições às demissões.

A queda inicial da inflação foi dramática, como podemos observar na Tabela 8<sup>7</sup>. A Tabela 7 mostra que houve redução no déficit público, o que tende a favorecer um cenário deflacionista, apesar da apropriação dos ganhos

---

<sup>7</sup> No entanto, parece existir divergências na interpretação deste resultado. MORALES(1988) considera que tanto a estabilização de setembro de 1985, quanto a de fevereiro de 1986, têm início no mercado de câmbio, o que denota a dimensão expectacional e a provável retomada de confiança. Já SACHS(1987) separa as duas coisas, argumentando que a simples estabilização do câmbio é capaz de derrubar a inflação, através do efeito sobre os preços dos bens comerciáveis e dos valores dolarizados, sem que isto dependa, necessariamente, de existir ou não maior confiança. Acreditamos que a separação destes fatores não é exata, pois mesmo os efeitos da estabilização cambial estão sujeitos à confiança do público em sua permanência.

com a queda da inflação por parte do público. O congelamento salarial também foi importante para aumentar a percepção da população de que a situação fiscal e monetária poderia ficar sob controle, o que deve ter contribuído para a credibilidade do programa.

A liberalização comercial e das transações em geral parece ter reduzido o impacto de eventuais comportamentos especulativos, ao mesmo tempo que a liberalização financeira evitou parte dos custos quase-fiscais, já que não houve esterilização do ganho de reservas internacionais. Inicialmente, ocorreu um refluxo de capitais, mas o financiamento externo foi complementado pelos atrasos no pagamento das obrigações com os bancos privados, e, por fim, pela celebração de um acordo com o FMI em junho de 1986,

### **2.2.3. Consolidação do Plano, Custos e Aspectos Estruturais**

Ao final de 1985, o estanho experimentou brusca queda no seu preço internacional (Tabela 7), o que originou alguma especulação no mercado cambial. Ao mesmo tempo, ocorreu um aumento sazonal nas importações e a estatal petrolífera boliviana tentou realizar operações acima dos níveis permitidos pela meta fiscal do governo central. A conjugação destes eventos deu lugar a uma bolha especulativa inflacionária<sup>8</sup>, como indica a Tabela 8.

O governo adotou medidas duras, sinalizando que acreditava na estabilização. Houve um empréstimo compulsório não-formalizado, através do atraso nos salários do setor público e do congelamento das disponibilidades

---

<sup>8</sup> Segundo MORALES(1988), a atuação inicial hesitante do BC no episódio, materializada pela redução da oferta de divisas nos leilões, parece ter contribuído para o avanço do ataque especulativo.

das estatais no Banco Central, enquanto as reservas compulsórias sobre os depósitos bancários em geral foram elevadas e o BC vendeu divisas para acalmar o mercado cambial, de modo que já em março os preços se estabilizaram e o câmbio paralelo exibiu valorização nominal.

Como o BC atuava no mercado cambial, não houve um compromisso ou meta explícita de política monetária, exceto o anúncio de que o agregado monitorado pelas autoridades era a emissão de moeda inorgânica, que pode ser aproximada pela variação do crédito doméstico das autoridades monetárias<sup>9</sup>, ou seja, variação da base monetária subtraídos os impactos das operações com reservas internacionais.

Diante da grande desmonetização existente, o crescimento de M1 não parece ter sido espetacular, e no caso de M2 as contas dolarizadas respondem por uma parcela importante do aumento (Tabelas 7 e 8). Ademais, os ativos financeiros mantiveram um horizonte curto, de aproximadamente 30 dias. As taxas de juros reais foram altas<sup>10</sup>, inclusive em dólares, sugerindo que persistiu uma desconfiança quanto ao sucesso a longo prazo do programa (Tabela 7).

Outra face desta questão, refere-se aos custos da estabilização. No caso da Bolívia, existe uma ausência de nitidez na aferição dos custos do

---

<sup>9</sup> Este conceito é similar ao de crédito interno líquido, monitorado nos programas do FMI aplicados na América Latina no início dos anos 80. Sua lógica provém do enfoque monetário do balanço de pagamentos, pelo qual o controle da base monetária está subordinado ao setor externo, de modo que tentativas de romper o equilíbrio no mercado monetário, a partir de elevações discricionárias no crédito interno, têm impacto direto nos haveres externos do país. Veja a este respeito, por exemplo, ZINI JÚNIOR(1993).

<sup>10</sup> A taxa de juros real no ano de 1986, em relação à taxa média de captação, foi de aproximadamente 163%, Cf. MORALES(1988), Tabela 7.7, p. 330. Nos períodos seguintes, cálculos a partir do International Financial Statistics Yearbook, do FMI, sugerem taxas médias reais de 13% no período 1987-1988 e 5% nos anos 1989-1991.

programa, visto que a economia sofreu um choque externo negativo simultâneo (Tabela 7). A observação da Tabela 9 sugere que o salário real um ano após o programa já havia se recuperado. Por outro lado, o PIB real mostrou queda de mais ou menos 3,0% e a taxa de desemprego atingiu valor em 1986 superior ao registrado no auge da hiperinflação (Tabela 7). Contudo, diante de um significativo corte no emprego público, era razoável esperar uma elevação no desemprego a curto prazo.

MORALES(1988) considera que o sucesso relativo do programa boliviano foi acompanhado de uma dose de “overkill”, ou seja, as políticas econômicas determinaram uma trajetória lenta de recuperação e o custo da estabilização foi elevado, senão excessivo. SACHS(1987) reconhece que, em geral, a substituição do imposto inflacionário por tributos convencionais não é deflacionária, atribuindo a tendência de queda na atividade aos choques externos, inclusive as dificuldades para venda do gás natural à Argentina e a redução das vendas ilegais de coca.

Morales contra-argumenta que, diante do aumento do déficit comercial e em conta-corrente, associado à elevação das importações de bens de consumo, a captação de financiamento externo efetivamente verificada deveria ter amenizado a trajetória de contração da economia.

A nosso juízo, é fundamental considerar que, diante da redução da demanda do setor de bens domésticos, fortemente condicionada pelo ajuste fiscal, a compensação do efeito contracionista da perda de termos de troca dependeria de uma desvalorização significativa da taxa de câmbio efetiva real, o que não parece ter ocorrido. Ao contrário, segundo Morales ocorreu uma

**TABELA 9**  
**ÍNDICES DE SALÁRIO REAL: BOLÍVIA, 1982-1986 <sup>1/</sup>**

Informações Trimestrais		Salário ao Final do Trimestre	Salário Médio do Trimestre com Indexação Defasada <sup>3/</sup>
1982	I	92,8	74,2
1983	I	103,4	87,3
	II	88,2	93,5
	III	80,9	79,5
	IV	91,9	81,4
1984	I	65,5	72,3
	II	69,5	67,2
	III	65,5	65,4
	IV	150,5	81,2
1985	I	122,0	139,0
	II	100,5	102,3
	III	34,0	49,2
	IV	67,8	38,6
1986	I	71,1	59,6
	I	70,1	72,0
	III <sup>2/</sup>	73,6	74,1

1/ A base é novembro 1982=100.

2/ O valor é para os meses de julho e agosto.

3/ Este indicador, calculado com um mês de defasagem, aproxima o salário real líquido do imposto inflacionário.

Fonte: Reproduzido de MORALES(1988).

sobrevalorização cambial e um boom de importações de bens duráveis de consumo (Tabela 7, linhas 8 e 11).

Portanto, o efeito da mudança estrutural no perfil da demanda agregada, resultante da estabilização, revelou-se mais perverso diante dos choques externos, já que é provável que o compromisso inicial com a estabilidade tenha impedido um ajuste exógeno mais firme da taxa de câmbio real.

MORALES(1988) também traça um quadro pessimista, realçando os custos para a atividade produtiva resultantes da baixa competitividade nos setores de transportes e energia, bem como o ônus estrutural associado ao corte do gasto público, por exemplo, através da deterioração na qualidade dos serviços públicos.

Por outro lado, este autor enfatiza as dificuldades para o país efetuar o ajuste estrutural do sistema bancário, em meio a um cenário de fragilidade financeira, visto que os passivos financeiros, em proporção representativa indexados e dolarizados, tinham perfil curto, enquanto os ativos bancários mostravam nítida deterioração.

Enfim, o caso boliviano, como sugerido no capítulo 1, apresenta diversos aspectos que o aproximam das hiperinflações clássicas européias, inclusive a dinâmica de preços, a dolarização intensa com menor indexação defasada, e o ataque bem sucedido centrado na taxa cambial e acompanhado de um forte ajuste fiscal.

Todavia, as qualificações à idéia de um custo reduzido para a estabilização são relevantes, bem como a presença de traços de relativa

desconfiança na estabilidade a longo prazo, como sugerem o comportamento dos juros e dos ativos financeiros. Algumas destas características, como veremos adiante, apareceram em planos aplicados em países com inflações crônicas.

Apesar disto, é necessário ponderar que, diferentemente da maioria dos experimentos aqui tratados, a dimensão e profundidade dos ajustes e reformas empreendidos na Bolívia talvez seja a que mais facilmente possa ser aproximada à noção de mudança de regime de política econômica.

### **2.3. A EXPERIÊNCIA DE ESTABILIZAÇÃO EM ISRAEL: 1985<sup>11</sup>**

#### **2.3.1. Antecedentes ao Programa de Estabilização Israelense<sup>12</sup>**

No pós-guerra, traços de acomodação inflacionária, como indexação salarial, cambial e da dívida pública foram marcantes, tendo a aceleração da inflação adquirido força após o primeiro choque do petróleo. Nos anos 80, havia acentuado conflito entre os objetivos de melhorar a posição do balanço de pagamentos e controlar a inflação, pois as desvalorizações nominais não eram percebidas como reais do ponto de vista da conta de capitais, embora contribuíssem decisivamente para a elevação das expectativas inflacionárias<sup>13</sup>.

---

<sup>11</sup> Sobre a estabilização em Israel, veja BRUNO(1986), FISCHER(1987), BRUNO & PITERMAN(1988), LOPES(1989), PITERMAN(1989), BRUNO(1991), BRUNO & MERIDOR(1991), VÉGH(1992), PATINKIN(1993), SANTOS NETO(1993) e LEIDERMAN & BUFMAN(1995).

<sup>12</sup> Reveja as Tabelas 1 e 2, apresentadas no capítulo 1. Indicadores Econômicos para o período 1980-1984 estão contidos no Tabela 10.

<sup>13</sup> Como veremos adiante, uma política fiscal contracionista foi capaz de viabilizar um mix bem sucedido na consecução dos dois objetivos, ou seja, estabilidade de preços e equilíbrio externo.

Elevados déficits públicos alimentavam o endividamento interno e externo, o primeiro por volta de 140% do PIB e rolado com alta liquidez (Tabela 10). A economia vivia sob estagnação, em função dos baixos níveis de investimento e de crescimento da produtividade e do produto real. Observava-se uma aceleração inflacionária em degraus, ou platôs crescentes, sancionada por acomodação na área monetária, na forma de expansão dos ativos líquidos e elevação da taxa de câmbio nominal, ou seja, o sistema havia perdido sua referência ou âncora nominal.

A sofisticação financeira avançou de modo a gerar grande desmonetização e encurtamento dos prazos dos ativos financeiros. Em 1985, quando a inflação foi de mais ou menos 450%, a relação M1/M4 atingiu 7%<sup>14</sup> e apenas 5% dos depósitos a prazo eram negociados com prazos iguais ou maiores que 2 meses. No entanto, a relação M4/PIB permaneceu mais ou menos estável no início dos anos 80.

Vários acordos tripartites, entre sindicatos patronais, de trabalhadores e o governo, haviam sido tentados no período 1984-1985, porém nenhum deles tratou as variáveis nominais de maneira integrada, ou seja, sincronizando os respectivos movimentos, de sorte que todas falharam.

### **2.3.2. A Estrutura do Plano de Julho de 1985**

O programa foi adotado em julho de 1985, tendo como horizonte um período inicial de 1 ano, com uma fase emergencial de 3 meses. Foi fechado 2

---

<sup>14</sup> No Brasil, este coeficiente oscilou em torno dos 5-6% de 1993 a junho de 1994, quando a inflação esteve entre 1.000% e 4.000% anuais.

**TABELA 10**  
**INDICADORES ECONÔMICOS: ISRAEL, 1980-1989**

	1980-1984 média	1985	1986	1987	1988	1989
<i>Taxa de crescimento (%):</i>						
PIB	2,8	5,3	5,8	7,2	1,8	1,5
Consumo Privado	5,5	0,5	14,2	8,4	3,0	-1,0
Investimento Bruto	2,7	-10,6	10,4	2,9	-1,9	-2,7
Exportações	4,4	8,7	5,6	10,8	-2,1	4,6
<i>Outros indicadores:</i>						
IPC (taxa de variação)	189,2	304,6	48,1	19,9	16,3	21,0
Taxa de Desemprego (%) <sup>1/</sup>	5,1	6,7	7,1	6,1	6,4	8,9
Taxa de Juros Real	23,0	100,0	33,0	39,0	26,0	11,0
Custo Unitário da Mão-de-Obra <sup>2/</sup>	100,2	99,0	104,5	109,1	109,1	105,2
Salário Real <sup>3/</sup>	101,0	84,5	104,9	113,7	118,6	113,7
Taxa de Câmbio Real Efetiva (2 Tri 1985=100) <sup>4/</sup>	100,8	103,6	101,8	105,8	93,6	96,8
Superávit na Conta Corrente do BP (bilhões US\$)	-1,7	1,1	1,6	-0,9	-0,6	1,2
<i>Porcentagem do PNB:</i>						
Déficit do Setor Público Total	10,9	-1,1	-3,5	-0,1	1,9	6,1
Déficit Público Ciclicamente Ajustado	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0,7	1,1
Receita Tributária	43,2	44,9	48,0	47,2	45,9	41,5
Dívida Interna	128,8	129,5	116,8	109,6	103,7	111,7
Dívida Externa	65,2	80,0	63,3	53,2	45,1	38,4

1/ Taxa Média de Curto Prazo.

2/ No Setor Empresarial.

3/ Fonte: Banco de Israel, VÉGH(1992) pp. 688-89. O valor da primeira coluna é o verificado ao final de 1984. No segundo trimestre de 1986, o índice foi de 102.

4/ Fonte: Fundo Monetário Internacional, VÉGH(1992) pp. 688-89. O valor da primeira coluna é o verificado ao final de 1984. No segundo trimestre de 1986, o índice foi de 104,1.

Fonte: BRUNO & MERIDOR (1991) p.242.

semanas depois um acordo tripartite<sup>15</sup>, determinando um compromisso das partes em torno da trajetória para as variáveis nominais sob seu controle.

Foi conseguida uma redução do déficit orçamentário da ordem de US\$ 1,5 bilhão, tendo este passado de algo como 12-15% do PIB para 2-3% do PIB (Tabela 10). Houve unificação parcial das taxas de câmbio, uma desvalorização nominal inicial compatível com o ajuste corretivo em outros preços, como a elevação de tarifas públicas e o corte de subsídios, e posterior fixação da taxa cambial, embora fosse admitida sua contingência, ou seja, a estabilidade cambial dependia da evolução dos salários.

A filosofia básica do plano, posteriormente batizada na literatura de enfoque de âncoras múltiplas<sup>16</sup>, considerou relevante o controle dos agregados nominais em geral, ou seja, preços, salários, câmbio e metas de evolução creditícia.

A política salarial envolveu negociações em torno do acordo tripartite, sendo obtido alívio nas cláusulas de indexação, com a reposição da variação nominal dos preços efetuada na entrada do programa repartida ao longo de quase 1 ano. Porém, como a inflação cedeu rapidamente e o governo adotou concessões tributárias para manter os salários líquidos, o salário real se

---

<sup>15</sup> Segundo PATINKIN(1993), o programa gozou de ampla aprovação popular, ilustrada por pesquisas de opinião. Além da sorte associada à combinação favorável de eventos exógenos, outros aspectos que podem ter favorecido a credibilidade do programa foram a natureza da situação social e política, onde ficava evidente um cenário grave, ao mesmo tempo que a característica do governo, de representar uma coalizão ampla de partidos, deu à ocasião traços de união nacional que sedimentaram a base social e política da estabilização. Isto pode ser ilustrado pelo fato dos 2 principais líderes dos partidos rivais ocuparem os cargos de primeiro-ministro e ministro da fazenda quando do anúncio do plano. Ademais, PATINKIN(1993) argumenta que o momento decisivo que o país passou em julho de 1985, com a retirada militar do Líbano, atuou decisivamente no sentido de consolidar o espírito de união nacional.

<sup>16</sup> O termo foi cunhado por BRUNO(1986), (1991) e (1993), como vimos no item 1.6 acima.

recuperou completamente ao longo do primeiro semestre de 1986, tendo iniciado depois uma trajetória altista junto com o nível de atividade (Tabela 11).

A política monetária e creditícia procurou reduzir a liquidez das aplicações indexadas<sup>17</sup>, e estimular aplicações em Shekels, atendendo às necessidades de remonetização. Isto tendia a aumentar a eficácia da política monetária no médio prazo, mas também envolvia desvantagens pois, para segurar os agregados creditícios amplos tiveram de ser aumentados os depósitos compulsórios, ampliando o spread entre taxas de juros ativas e passivas<sup>18</sup>.

O programa visou estabilizar o crédito total da economia após uma elevação inicial um pouco inferior à correção de preços realizada na entrada do plano. No entanto, a migração de recursos de aplicações indexadas, com compulsórios elevados, para ativos em Shekels, com alíquotas mais baixas de recolhimento, favorecia a criação de crédito, o que motivou as autoridades a elevar posteriormente os percentuais requeridos sobre as aplicações em moeda doméstica. Ao mesmo tempo, o Banco de Israel elevou as taxas de juros cobradas nas operações de desconto para as instituições financeiras.

Do ponto de vista das contas externas, o país contou com a ajuda dos EUA da ordem de US\$ 1,5 bilhão anual no período 1985-1987. A sustentação do balanço de pagamentos foi obtida a curto prazo com reflexos de capital e, ao longo do primeiro ano, a taxa de câmbio real efetiva, conceito ceteris de

---

<sup>17</sup> Por exemplo, as contas PATAM, contas indexadas ao dólar e com correção diária, mantiveram a sua condição, mas novas aplicações só conservariam as regras originais se o prazo de depósito fosse anual. Esta parece ter sido uma maneira engenhosa de aumentar a eficácia da política monetária, através do alongamento dos novos depósitos e da indução à menor circulação/saque das antigas aplicações.

<sup>18</sup> Um dos efeitos importantes desta elevação é o estímulo à desintermediação financeira.

**TABELA 11**  
**PRODUTO POR EMPREGADO, SALÁRIO REAL BRUTO E LÍQUIDO EM ISRAEL: 1980-1986**

	Produto por Empregado	Salário Real Bruto			Salário Real Líquido
		Empresas	Setor Público	Global	Global
1980/1	100	100	100	100	100
1981/2	101	111	108	110	
1982/3	101	113	107	111	
1983/4	99	112	107	110	
1984/5	99	116	116	116	112
1985/6	99	98	91	96	101
Meses selecionados, 1985/6					
Junho 1985				111	109
Julho 1985				92	93
Outubro 1985 <sup>2/</sup>				84	93
Dezembro 1985 <sup>2/</sup>				89	97
Fevereiro 1986 <sup>2/</sup>				94	104
Março 1986 <sup>2/</sup>				102	110

1/ Base 1980=100

2/ Estimativas do Ministério da Fazenda.

Fonte: Assessoria Econômica do Ministério da Fazenda de Israel. Reproduzido de BRUNO (1986) p. 90.

moedas, sofreu depreciação adicional através de uma desvalorização do dólar em relação a outras moedas<sup>19</sup> (Tabela 10). Ademais, houve uma elevação nos termos de troca do país, devido à significativa queda nos preços do petróleo.

Enfim, no front monetário, as Tabelas 12 e 13 mostram, que apesar da remonetização, o crescimento dos agregados amplos, como o M4, e do crédito total foram moderados, mas as taxas de juros reais em moeda local foram altas. No entanto, os ingressos de capital, estimuladas pelo diferencial de juros, conforme exibido na Tabela 13, tendiam a reduzir os efeitos contracionistas da política monetária. Como já salientado no capítulo 1, a opção pela ancoragem múltipla envolve esta desvantagem, entre outras.

### **2.3.3. Resultados e Desdobramentos Principais do Plano Israelense**

As taxas de inflação caíram rapidamente, não superando os 20% anuais ao final do primeiro ano de programa, considerando o patamar de variação do IPC na margem.

O custo inicial do programa foi baixo, caracterizado por uma elevação discreta e temporária na taxa de desemprego, e trajetórias favoráveis para o consumo privado e a produção.

Já em 1986 observou-se uma elevação nos salários reais (Tabelas 11 e 14), com redução da poupança privada e do saldo em conta-corrente do balanço de pagamentos. No período 1986-1987, o PIB cresceu à taxa de 6% anual e houve queda na taxa de desemprego (Tabela 10). O consumo privado ampliou-se por vários fatores. De um lado, aumentaram a renda disponível e

---

<sup>19</sup> O Shekel mantinha relação fixa com o dólar.

**TABELA 12**  
**AGREGADOS MONETÁRIOS E CREDITÍCIOS EM ISRAEL, 1985-1988**

Período	M1 <sup>2/</sup>	M2 <sup>2/</sup>	M4 <sup>2/</sup>	Crédito Bancário ao Público
Antes do Programa de Estabilização <sup>1/</sup>	510	1.682	8.307	5.962
Índices	100	100	100	100
Após o Programa de Estabilização				
Dezembro 1986	133	181	96	93
Junho 1987	195	192	99	101
Dezembro 1987	245	260	103	112
Junho 1988	247	312	121	130

1/ Junho/1985 - Valores em bilhões de Novos Shekels.

2/ M1 é moeda em circulação mais depósitos à vista; M2 é M1 mais depósitos à prazo e certificados de depósitos em moeda nacional; M4 é M2 mais depósitos em moeda estrangeira e títulos indexados negociáveis.

Fonte: Relatório Anual do Banco de Israel, 1986, Capítulo 8. Reproduzido de BRUNO & PITERMAN(1988) p.25.

**TABELA 13**  
**CUSTO REAL ANUAL DO CRÉDITO BANCÁRIO EM ISRAEL, 1984-1988<sup>1/</sup>**

Tipo de Crédito	1984	1985		1986		1987	1988		
		Primeiro Semestre	Segundo Semestre	Primeiro Semestre	Segundo Semestre				
Crédito de Curtíssimo Prazo	67,0	100,4	74,1	168,3	31,1	37,2	25,2	38,5	25,4
Crédito Livre em Moeda Local	39,4	n.d.	53,4	82,0	26,6	n.d.	n.d.	30,4	18,3
Crédito em Moeda Estrangeira <sup>2/</sup>	47,3	13,7	n.d.	18,8	9,4	14,9	4,2	n.d.	n.d.
Outros Créditos em Moeda Estrangeira	27,6	-6,5	n.d.	-5,2	-11,6	-8,8	-14,2	n.d.	n.d.
Crédito Total de Curto Prazo	28,9	n.d.	19,5	13,4	8,2	n.d.	n.d.	18,8	13,8

1/ As taxas de juros são anualizadas.

2/ Trata-se de modalidade não favorecida, ou seja, sem subvenção governamental e sujeita a tetos.

Fonte: Relatório Anual do Banco de Israel, 1986, tabela VIII-10. Reproduzido de BRUNO & PITERMAN(1988) p.27 e PITERMAN(1989) p.23.

TABELA 14

SALÁRIO, CÂMBIO E PREÇOS RELATIVOS EM ISRAEL: 1986-1989<sup>1/</sup>

	1986	1987	1988	1989
Salários Nominais				
Setor Empresarial	66,0	30,7	21,7	18,0
Setor Manufatureiro	63,4	32,0	20,4	21,3
Comércio, Restaurantes e Hotéis	70,2	27,6	22,9	16,9
Serviços Financeiros e Administrativos	67,6	23,7	25,8	13,4
Serviços pessoais e outros serviços	18,5	34,5	23,7	14,5
Índice de Preços ao Consumidor	48,1	19,9	16,3	20,2
Índice de Preços ao Atacado	45,1	18,5	17,5	21,0
Bens Comercializáveis <sup>2/</sup>	42,6	14,1	11,5	12,5
Bens Domésticos <sup>2/</sup>	46,1	24,7	20,7	22,8
Bens Domésticos, exceto Moradia	64,1	34,5	24,4	20,8
Taxa de Câmbio Nominal <sup>3/</sup>	45,0	16,0	2,4	16,1

1/ Taxas de variação percentuais médias.

2/ Estão excluídas as frutas, vegetais e os bens e serviços com preços controlados.

3/ Considera-se o conceito cesta de moedas.

Fonte: Centro de Estatísticas de Israel. Reproduzido de BRUNO & MERIDOR(1991), p. 263.

os salários reais líquidos, enquanto a recuperação da confiança trouxe maior disposição ao consumo, ao endividamento e ao investimento. Ao mesmo tempo, a queda gradual dos juros e o aumento do crédito davam fôlego às decisões de gastar, em parte motivadas também pela antecipação à liberação paulatina dos controles de preços.

Contudo, já no período 1988-1989, a economia demonstrou marcada desaceleração (Tabela 10), com elevação da taxa de desemprego para a casa dos 9%, enquanto a taxa de inflação permaneceu rígida no patamar 15-20% anuais, como visto na Tabela 14<sup>20</sup>.

Tais movimentos tiveram determinantes diversos. Uma dimensão refere-se aos ajustes microeconômicos e setoriais, relacionados com o fim do float<sup>21</sup> e com a reação de determinados setores à queda da inflação e ao patamar muito elevado das taxas de juros, por exemplo, nos casos da agricultura e da construção civil (Tabela 15).

Por outro lado, a oferta agregada e o produto parecem ter sentido a deterioração da lucratividade empresarial, determinada pela elevação do salário real, bem como pela rigidez nominal característica da inércia na

---

<sup>20</sup> A Tabela 10 indica deterioração fiscal, porém esta foi determinada pela trajetória do ciclo de negócios em 1988-1989 (veja déficit ajustado), como também por um choque exógeno relativo à emigração russa (após 1990). Sobre os aspectos teóricos e os choques vividos pela política fiscal israelense, veja RAZIN, Assaf & SADKA, Efraim.[1995]. Fiscal Balance during Inflation, Disinflation and Immigration: Policy Lessons, Mimeo, sept. 1995.

<sup>21</sup> Diz respeito aos ganhos de uma parcela dos agentes econômicos devidas ao nível da taxa de inflação. Em geral, a existência de efeitos distributivos e alocativos associados à redução da inflação tende a alterar a distribuição de renda a nível das famílias, bem como a nível de setores e empresas. Uma abordagem destes aspectos, relacionada com o caso israelense, pode ser vista em PITERMAN(1989). Consulte também o item 1.6.4 acima, onde discutem-se alguns fatores subjacentes ao movimento de preços relativos logo após os programas de estabilização heterodoxos, embora tais ajustes possam ocorrer em outros tipos de planos.

**TABELA 15**  
**COMPOSIÇÃO SETORIAL DA VARIAÇÃO DO IPC E DO EMPREGO EM ISRAEL: 1986**

Setor	Variação no Pessoal Empregado	Variação Real acima do IPC
Setor Empresarial em Geral	2,1	13,0
Agricultura, Pesca e Extração Vegetal	-1,3	50,2
Indústria Geral	4,2	6,1
Abastecimento de Água e Eletricidade	n. d.	-11,8
Construção Civil	-6,5	-1,3
Transportes, Armazenagem e Comunicação	0,5	6,4
Serviços Financeiros e Administrativos	0,4	36,0
Comércio, Restaurantes e Hotéis	3,8	36,0
Serviços Pessoais e Outros Serviços	3,8	36,0

Fonte: Relatório Anual do Banco de Israel, 1986, Tabelas IV-10, IV-14 e V-2. Reproduzido de BRUNO & PITERMAN(1988) p. 16.

formação de salários e preços (Tabela 14). Ademais, a valorização real da taxa de câmbio tende a reduzir o dinamismo da atividade econômica.

Além disso, a pressão relacionada com o aumento real da tributação sobre as empresas<sup>22</sup> pode trazer um viés deflacionista ao setor produtivo, pelo menos até que possa efetivar-se uma elevação da produtividade<sup>23</sup>. Registrou-se um aumento de produtividade no período 1988-1989, embora desigual setorialmente, tendo ocorrido, paralelamente, grande número de quebras de empresas e bancos<sup>24</sup>.

Os controles de preços foram flexibilizados em meados de 1986, passando a abranger 40% dos bens e serviços, contra 90% no lançamento do programa. Não parece ter havido grandes distorções associadas à sua aplicação, enquanto que o apoio social obtido foi eficaz para a redução das expectativas inflacionárias.

#### **2.3.4. As Políticas Monetária e Creditícia e o Ajuste Estrutural**

As políticas monetária e creditícia tiveram várias fases. Num primeiro momento, ocorreu grande remonetização com elevação da base monetária, M1 e M2 (Tabela 12). No entanto, a evolução dos agregados ao fim de 1986

---

<sup>22</sup> PITERMAN(1989) mostra que na comparação das médias, entre os sub-períodos 1980-1983 e 1986-1988, houve uma elevação de 4% do PIB na tributação global líquida, com queda de 4% do PIB no consumo do governo, de acordo com as contas nacionais, Tabela 3.4, p. 15. A partir dos dados das fontes arrecadoras, chega-se a uma elevação geral na carga tributária líquida de 6% do PIB, resultante de um incremento de 11% do PIB na contribuição empresarial e de um alívio de 5% do PIB na parcela das pessoas físicas, conforme Tabela 3.5, p. 16.

<sup>23</sup> Devemos lembrar que a própria extinção do processo inflacionário deve responder por alguma elevação de produtividade no sistema econômico. A liberação de incentivos do lado da oferta, bem como os efeitos da redução da variância de preços relativos, foram abordados rapidamente nos itens 1.5 e 1.6 acima.

<sup>24</sup> Detalhes adicionais em BRUNO & MERIDOR(1991).

preocupou as autoridades, tendo sido necessário subir as taxas de juros e reduzir o volume de crédito concedido. Assim, a taxa de juros nominal básica, antes na casa de 53% anuais (abril/86), e que vinha sendo diminuída paulatinamente, sofreu elevação entre outubro e fevereiro de 1987, voltando a baixar em seguida<sup>25</sup> (Tabela 13).

A lógica das políticas monetária e creditícia baseava-se na segmentação de mercados, ou seja, na busca da restrição ao dispêndio através de uma elevação no custo efetivo (e de oportunidade) dos recursos financeiros, acima das taxas internacionais compatíveis (Tabela 13).

Para neutralizar os efeitos da mobilidade de capitais, foi mantido um imposto sobre os ingressos de capitais externos, bem como foram contingenciadas as modalidades de empréstimos subvencionados que tivessem funding e custos similares aos do mercado internacional, inclusive por razões fiscais<sup>26</sup>.

As dificuldades técnicas e políticas para manter esta configuração de instrumentos de política econômica, bem como os dilemas associados à opção entre maior/menor remonetização e maiores/menores alíquotas de recolhimentos compulsórios, levaram alguns autores a considerar que o

---

<sup>25</sup> Parte do aumento na taxa de juros pode ser explicada pela necessidade de compensar uma desvalorização cambial futura, já que a taxa de câmbio ficou "congelada" durante vários meses antes de uma eleição.

<sup>26</sup> PITERMAN(1989) mostra que a parcela do crédito obtida pelo setor empresarial a taxas livres, ou seja, sem controles ou subvenções, passou de 20,8% em média no período 1984-1985 para 54,6% nos anos 1987-1988, sugerindo que a política de restrição ao crédito foi mais efetiva, conforme Tabela 4.6, p. 27. Contudo, uma parte significativa das operações era realizada a taxas sensivelmente inferiores, indicadas na terceira e quinta linhas da Tabela 13 acima.

controle do crédito doméstico líquido das autoridades monetárias seria mais eficiente do que a limitação aos agregados creditícios amplos<sup>27</sup>.

Devido às condições desiguais para obtenção de crédito<sup>28</sup>, bem como aos impactos setoriais significativos, a pressão política da sociedade sobre o Banco de Israel foi muito forte. Por outro lado, o crescimento da inadimplência tornou as taxas de juros disfuncionais do ponto de vista do controle dos agregados creditícios.

Entre os efeitos sobre o lado real da economia, destacam-se a crise vivida pelo setor agrícola. A rolagem das dívidas do setor agrícola era problemática desde o final dos anos 70 e início dos 80, mas se agravou fortemente com o plano. O corte ao crédito subvencionado aumentou muito o custo médio de financiamento e deteriorou o perfil dos empréstimos<sup>29</sup>. Apesar da preservação da oferta de créditos a custos favorecidos para as atividades voltadas para a exportação, a parcela do produto agrícola exportada era apenas 25%.

O refinanciamento do setor agrícola contou com apoio governamental, como também houve ações do governo no equacionamento de problemas financeiros em alguns grandes grupos industriais. Em 1989, após a fase de reescalamentos e a absorção dos créditos incobráveis, o custo de capital na

---

<sup>27</sup> Um exemplo é BRUNO & PITERMAN(1988).

<sup>28</sup> As diferenças referiam-se a setores, bem como aos portes e origens das empresas. Poderíamos argumentar que quando os recursos financeiros são escassos, a capacidade de financiamento tende a influenciar fortemente a sobrevivência da empresa e sua condição de crescer no mercado.

<sup>29</sup> A parcela do crédito subvencionado para o setor agrícola caiu de 56,5% em 1984, para 35% em 1986 e 17% em 1989 (como porcentagem do crédito global ao setor). Enquanto isto, a taxa média para a economia foi de, respectivamente, 37%, 33% e 18%, nos mesmos anos. Por outro lado, a proporção do crédito de curto prazo no financiamento agrícola passou de 30% em 1983 para 67% em 1989, contra 25% e 40%, respectivamente, para a economia como um todo nos mesmos anos.

economia já havia recuado sensivelmente. É importante lembrar que a existência de uma política fiscal contracionista facilita a concessão de benefícios, como os relacionados à rolagem e o refinanciamento dos desequilíbrios financeiros dos agentes privados, sem prejuízo da sustentabilidade do crescimento da dívida pública e do equilíbrio macroeconômico.

### **2.3.5. A Política Cambial e a Consolidação da Estabilidade**

A taxa de câmbio foi reajustada a intervalos variáveis, sendo a primeira correção realizada em janeiro de 1987. Após agosto de 1986, a taxa cambial passou a se referenciar numa cesta de moedas. Além da elevação no dispêndio em 1986, comentada acima, a taxa cambial ficou congelada por muitos meses entre 1987 e 1988 (este último um ano eleitoral), de sorte que a taxa de câmbio real se valorizou neste período.

As exportações de bens industrializados caíram, mas o corte de gastos militares liberou uma parcela de produtos para o mercado externo<sup>30</sup>. As importações cresceram, especialmente as vinculadas a bens de consumo duráveis e à formação de estoques no setor empresarial.

Ao longo de 1989 foi introduzida uma banda cambial, inicialmente com amplitude de  $\pm 3\%$  em torno da paridade central. Segundo alguns autores, especialmente nos primeiros anos de vigência, a flexibilização representada

---

<sup>30</sup> Uma das características de uma economia aberta e pequena é a eficácia relativa da política fiscal para contribuir no reequilíbrio das contas externas. Tal resultado é particularmente enfatizado na literatura clássica dos anos 60 e 70, versando sobre áreas monetárias ótimas e as bases teóricas do clássico modelo Mundell-Fleming.

pela adoção da banda explicitou o conflito entre o balizamento da taxa cambial como âncora nominal, de um lado, e como instrumento para uma orientação pró-exportação<sup>31</sup>, de outro. É razoável considerar que este dilema possa ser agudo em contextos de alta rigidez de preços relativos, provavelmente observados em economias com longa tradição inflacionária<sup>32</sup>.

A experiência relativa à primeira metade da década de 90, discutida em detalhe em LEIDERMAN & BUFMAN(1995), parece sublinhar o relativo sucesso de sistemáticas mais flexíveis, ou seja, que não envolvam compromissos rígidos com a trajetória da taxa de câmbio ou de algum agregado monetário<sup>33</sup>.

Duas formas mencionadas são as bandas cambiais mais amplas e ajustáveis, nas quais a paridade central é periodicamente alterada, bem como as metas de inflação, adotadas também com algum sucesso em países como Chile e Colômbia. Busca-se com estes arranjos não só manter o equilíbrio no balanço de pagamentos a longo prazo, como conservar um horizonte para a formação de expectativas inflacionárias e alguma autonomia frente aos fluxos de capital externo<sup>34</sup>.

---

<sup>31</sup> Segundo BRUNO & MERIDOR(1991), o primeiro enfoque aparecia mais identificado com o Banco de Israel, enquanto o segundo teria maior força junto ao Ministério da Fazenda.

<sup>32</sup> Neste sentido, LEIDERMAN & BUFMAN(1995), na mesma linha que outros trabalhos, chamam atenção para alguns países não dotados deste atributo, onde a utilização da taxa de câmbio nominal para realizar desvalorizações reais têm sido bem sucedida, como Canadá, Itália, Suécia e Reino Unido.

<sup>33</sup> Isto não impede que os agregados monetários sejam monitorados como objetivos intermediários de política econômica.

<sup>34</sup> Ampla discussão das experiências recentes com arranjos flexíveis, especialmente em economias que estão saindo da fase que sucede a estabilização, encontra-se em LEIDERMAN & BUFMAN(1995), bem como em WILLIAMSON, John.[1995]. How to Manage Exchange Rates: Lessons from Israel, Chile and Colombia. Institute for International Economics, 6 sept. 1995.

LEIDERMAN & BUFMAN(1995) também apresentam estimativas recentes<sup>35</sup> para Chile e Israel, mostrando que o grau de persistência inflacionária em face de ajustes nominais na taxa de câmbio parece ter-se reduzido em relação aos anos iniciais da política de estabilização. Assim, tais economias parecem hoje mais próximas do padrão de reação das economias desenvolvidas, onde a variabilidade da taxa de câmbio nominal é o principal fator explicativo da taxa de câmbio real. Isto viabilizaria o ajuste gradual da taxa de câmbio, sem prejuízo significativo em termos inflacionários, embora estes resultados promissores tenham sido certamente afetados pelo estado relativamente deprimido do ciclo de negócios, observado durante o ajustamento estrutural à estabilidade de preços.

A convergência da taxa inflacionária para padrões internacionais foi lenta<sup>36</sup>, mas comparável àquela observada em outros experimentos, como Chile e México, tratados adiante. Considere-se que isto ocorreu apesar da política cambial deflacionista praticada entre meados de 1987 e o final de 1988, e da recuperação e alinhamento dos preços controlados e tarifas só ter se completado em 1989.

As Tabelas 14 e 15 mostram as grandes elevações nos preços relativos dos setores produtores de bens tipicamente domésticos e do setor de serviços, especialmente no primeiro ano do programa (1986). Apenas a partir de 1990,

---

<sup>35</sup> Os resultados são obtidos a partir da estimação de sistemas bivariados de auto regressão vetorial (BVAR). Veja ENDERS, Walter.[1995]. *Applied Econometric Time Series*. John Wiley and Sons, New York, 1995, capítulo 5.

<sup>36</sup> As taxas de inflação (IPC) nos últimos anos foram: 1990: 17,2%, 1991: 19,0%, 1992: 11,9%, 1993: 11,0%, 1994: 12,3% e 1995: 10,0%. Fonte: International Financial Statistics, Fundo Monetário Internacional.

parece ter ocorrido a convergência entre a evolução dos preços dos bens comercializáveis e domésticos.

Nota-se que a desaceleração na atividade econômica teve um papel na mudança de preços relativos observada em 1988-1989. A Tabela 10 mostra que a taxa de câmbio real sofreu uma desvalorização em 1989, enquanto o salário real e o custo unitário da mão-de-obra se reduziram. Diante da trajetória da taxa de câmbio real, e da disciplina na formação dos preços dos bens comercializáveis em uma economia aberta, é razoável esperar que o setor produtivo tenha buscado realizar ganhos de produtividade compatíveis com a trajetória dos custos salariais, juros, impostos, etc. Ao mesmo tempo, a contração de demanda limitou, especialmente em 1989, a elevação dos preços relativos de setores menos sujeitos à disciplina do comércio exterior (Tabela 14).

A peculiaridade da crise de estabilização reside nos ajustes de preços relativos que ela pode suscitar endogenamente, ou seja, sem o recurso a controles governamentais ou políticas de rendas suplementares. Contudo, nos marcos de uma economia com rigidez nominal de preços e salários, os custos de tal opção em termos de produção e emprego são claramente desfavoráveis. Assim, são fundamentais iniciativas que visam aumentar a produtividade da economia, bem como tornar o sistema de preços e os mercados de fatores mais flexíveis, o que pode viabilizar alterações de preços relativos sem prejuízo da trajetória cadente para a taxa de inflação, e para a recuperação do crescimento econômico.

## 2.4. ESTABILIZAÇÃO NO BRASIL PÓS-1964: A EXPERIÊNCIA DO PAEG<sup>37</sup>

### 2.4.1. Antecedentes e Diagnóstico do Plano de Estabilização

O Brasil vinha passando por uma deterioração das contas externas desde o final dos anos 50, tendo experimentado algumas tentativas de estabilização fracassadas. Em 1963, foi lançado o Plano Trienal, iniciativa ambiciosa que procurava reduzir a inflação sem comprometer o crescimento nos três anos seguintes ao anúncio. Os instrumentos propostos eram convencionais: controle da moeda e do crédito, redução do déficit público e realismo cambial.

Em sua primeira etapa de implementação, marcada por uma inflação corretiva, ocorreu também um choque negativo na oferta agrícola (Tabela 16). Por outro lado, o controle da expansão creditícia foi bastante forte, o que se justificava pela preocupação com o balanço de pagamentos (Tabelas 17 e 18). Isto precipitou uma retração econômica já no segundo semestre de 1963<sup>38</sup>, embora possamos discutir se parte deste movimento não estaria ligado a eventuais obstáculos estruturais, subjacentes ao desenvolvimento brasileiro na primeira metade daquela década (Tabela 18, quinta coluna).

A política restritiva foi abrandada no final de 1963, e o financiamento do balanço de pagamentos voltou a complicar-se (Tabela 18). Diante da escalada das expectativas inflacionárias e da rigidez de preços relativos, a inflação

---

<sup>37</sup> Nossas fontes para a exploração do PAEG são MARTONE(1970), RESENDE(1982), SOARES(1986), CARDOSO & DORNBUSCH(1987) e MORAES(1987).

<sup>38</sup> Veja a Tabela 18, onde são apresentados os dados para o consumo de energia elétrica, tomados como proxy para a trajetória do nível de atividade.

**TABELA 16**  
**PREÇOS POR ATACADO NO BRASIL - INDÚSTRIA E AGRICULTURA, 1961-1968** <sup>1/</sup>

Mês	Setor	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968
<b>Mar.</b>	Agric.	22,6	69,5	55,1	109,3	52,0	30,0	37,9	18,0
	Ind.	35,6	44,4	86,9	68,9	86,0	30,4	26,3	28,8
<b>Jun.</b>	Agric.	30,9	71,1	60,1	99,2	45,6	45,1	21,4	19,8
	Ind.	44,1	40,7	93,9	76,6	68,8	30,3	26,8	30,2
<b>Set.</b>	Agric.	36,2	59,2	75,6	91,7	37,9	45,9	18,0	16,0
	Ind.	42,8	41,0	90,1	89,2	53,3	32,6	26,2	33,1
<b>Dez.</b>	Agric.	53,0	44,0	90,0	86,5	25,2	42,7	21,0	16,7
	Ind.	46,0	46,9	86,1	101,3	31,5	32,0	23,2	34,6

<sup>1/</sup> Taxa de crescimento anual (%).

Fonte: Conjuntura Econômica, 31(4), abr. 1977. Extraído de MORAES (1987) p.145.

**TABELA 17**  
**BRASIL: EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS AO**  
**SETOR PRIVADO EM TERMOS REAIS,**  
**1960-1971 <sup>1/</sup>**

<b>Anos</b> <b>Selecionados</b>	<b>Bancos Comerciais</b>	<b>Banco do Brasil</b>	<b>Total <sup>2/</sup></b>
1951	4.614	1.871	6.487
1955	4.189	2.165	6.354
1960	6.100	2.387	8.487
1961	4.440	2.475	6.915
1962	4.532	3.914	8.446
1963	3.903	3.462	7.385
1964	3.745	2.149	5.894
1965	4.924	1.978	6.902
1966	4.410	2.236	6.646
1967	5.834	2.496	8.330
1968	7.532	3.418	10.950
1969	8.709	3.854	12.563
1970	9.638	4.833	14.471
1971	11.751	5.995	17.746

1/ Valores de final de período, expressos em Cruzeiros constantes de 1965-1967.

2/ Apesar de pequenas divergências nas somas de 1951 e 1963, mantivemos os valores expressos em RESENDE(1982).

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil. Extraído de RESENDE(1982) p.782.

TABELA 18

**ÍNDICES DE LIQUIDEZ REAL NO BRASIL: 1960-1968 E CONSUMO DE ENERGIA ELÉTRICA**

Informações Trimestrais	Meios de Pagamento <sup>1/</sup>	Total de Empréstimos ao Setor Privado <sup>1/</sup>	Empréstimos dos Bancos Comerciais ao Setor Privado <sup>1/</sup>	Consumo de Energia Elétrica <sup>2/</sup>
1960 I	8	0	7	n.d.
II	11	5	12	n.d.
III	6	6	8	n.d.
IV	5	5	7	n.d.
1961 I	12	6	8	n.d.
II	4	-4	-5	n.d.
III	3	-5	-6	n.d.
IV	1	-7	-11	n.d.
1962 I	-6	-2	-8	n.d.
II	0	-2	-6	n.d.
III	3	6	3	n.d.
IV	12	9	5	n.d.
1963 I	-6	-4	-15	6
II	-9	-12	-18	0
III	-12	-17	-21	-3
IV	-9	-15	-14	-10
1964 I	-6	-14	-15	-9
II	2	-4	-1	-4
III	0	1	5	-3
IV	-7	-7	-6	13
1965 I	9	2	5	-3
II	17	6	15	-10
III	30	12	23	-4
IV	42	25	41	-2
1966 I	21	16	28	20
II	1	8	9	30
III	-12	1	-3	29
IV	-17	-2	-9	11
1967 I	-5	2	-4	-2
II	10	14	14	0
III	18	10	22	2
IV	20	26	33	7
1968 I	21	37	43	18
II	11	32	32	18
III	10	34	32	15
IV	10	29	26	14

1/ Taxa de crescimento real (%) nos últimos 12 meses, utilizando-se o IPA como deflator.

2/ Taxas de crescimento em 12 meses (%).

Fonte: Boletins da SUMOC (depois Banco Central do Brasil) e Conjuntura Econômica. Extraído de RESENDE(1982) pp.764-766.

chegou a 100% na margem no primeiro trimestre de 1964<sup>39</sup> (Tabela 16), em comparação aos 76% ao final do ano anterior. Porém, em março de 1964, ocorreu um golpe militar.

O novo governo foi obrigado a colocar a inflação e o balanço de pagamentos como prioridades, tendo elaborado um programa de estabilização como parte do seu Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG)<sup>40</sup>.

O diagnóstico apresentado parecia original para a época, em função de sua flexibilidade<sup>41</sup>. A inflação era vista como resultando de uma inconsistência distributiva, onde os elos fiscal, monetário e salarial apareciam de maneira coordenada. A incompatibilidade entre o financiamento do déficit público por via não inflacionária (Tabela 19), o consumo a partir dos níveis salariais vigentes, e o investimento privado dada a política creditícia, resultavam na inflação, que via poupança forçada mantinha o sistema equilibrado.

A política monetária era vista como fator de propagação, e a busca de um novo padrão de financiamento para os setores público e privado sugeria que as autoridades nutriam uma percepção de que os problemas não eram apenas conjunturais<sup>42</sup>.

Dado o peculiar contexto político, os analistas em geral tendem a enfatizar, especialmente quanto à terapia, o componente ortodoxo da política

---

<sup>39</sup> Segundo MORAES(1987), a expectativa de que um eventual controle de preços seria adotado teve contribuição nesta elevação.

<sup>40</sup> Segundo MARTONE(1970), os objetivos do PAEG eram muito amplos: i) acelerar o desenvolvimento econômico do País; ii) realizar um ataque progressivo ao processo inflacionário; iii) combater as desigualdades regionais e setoriais e iv) criar empregos para absorver a elevação na PEA, Cf. pp. 74-75. Por outro lado, mesmo assim este autor reconhece que o objetivo primordial do PAEG foi o combate à inflação, Cf. p. 80.

<sup>41</sup> Cf. RESENDE(1982). Uma visão distinta é apresentada em MARTONE(1970), que argumenta que a estratégia do programa era limitada, da mesma forma que o diagnóstico, restrito ao de uma inflação de demanda, Cf. pp. 73-76.

<sup>42</sup> Cf. RESENDE(1982).

**TABELA 19**  
**O DÉFICIT PÚBLICO E SEU FINANCIAMENTO NO**  
**BRASIL, 1951-1970**

Anos Selecionados	Despesa do Governo sobre o PIB	Receita do Governo sobre o PIB	Déficit sobre o PIB	Financiamento (%)	
				Autoridades Monetárias	Público
1951	8,3	9,0	-0,7	108	8
1955	8,3	7,6	0,7	100	0
1960	11,8	9,0	2,8	91	9
1961	12,6	9,2	3,4	99	1
1962	12,8	8,5	4,3	88	12
1963	13,0	8,8	4,2	81	16
1964	12,4	9,2	3,2	101	-1
1965	12,2	10,6	1,6	45	55
1966	12,1	11,0	1,1	-3	103
1967	11,2	9,5	1,7	57	43
1968	11,6	10,4	1,2	88	12
1969	11,2	10,6	0,6	-136	236
1970	11,6	11,2	6,4	113	-13

Fonte: Conjuntura Econômica. Reproduzido de RESENDE(1982) p.781.

de estabilização viabilizado pelo regime militar, a partir da imposição da disciplina social através do controle dos salários. Já a nível de diagnóstico, o PAEG é considerado um programa mais avançado que o Plano Trienal, ao não impor um arrocho creditício incompatível com a evolução dos custos, ou seja, ao não se propor a gerar uma recessão profunda, provavelmente causadora de estagflação<sup>43</sup>.

Por outro lado, segundo MORAES(1987), o PAEG estava sintonizado com o programa chileno, aplicado pelo Governo Alessandri entre meados de 1959 e o final de 1960, que utilizara explicitamente a sincronização salarial, ajustando a remuneração do trabalho com base na inflação esperada. Para este autor, a percepção de que a política salarial tinha de ser uma peça compatível do programa é mais representativa que a imagem de ortodoxia sugerida pela ênfase na situação política do país.

Acreditamos assim, que a leitura apropriada do PAEG passa pela percepção de que as autoridades tinham consciência da necessidade de enfrentar os aspectos estruturais, bem como a inércia inflacionária, o que significa que o PAEG é mais do que um programa gradualista convencional.

#### **2.4.2. A Estrutura do Básica do Programa**

O plano de estabilização envolvia 3 aspectos principais, ligados aos fatores levantados no diagnóstico: o controle do déficit público, a compatibilização entre as variações salariais e o crescimento da produtividade

---

<sup>43</sup> MARTONE(1970) faz uma leitura distinta e mais negativa do PAEG em geral, inclusive de sua componente antiinflacionária.

e a evolução do crédito compatível com os custos, mas voltada para a redução da demanda nominal.

No aspecto fiscal, o déficit público reduziu-se de 4,2% do PIB em 1963 para 1,1% do PIB em 1966, tendo havido alteração substancial na sua forma de financiamento, passando a captação de poupança privada a representar a maior parte (Tabela 19).

Um traço distintivo em relação ao Plano Trienal parece ser a consideração explícita da política salarial, patenteada na alteração do arcabouço legal. Foi editado um decreto estabelecendo uma regra de reajuste para os salários da administração pública, pelo qual haveria uma correção anual, devendo o salário real corrente equivaler à média dos últimos 24 meses. Seriam incorporados por ocasião do reajuste a metade da inflação projetada para o próximo período, acrescentando-se o ganho de produtividade.

Embora outros fatores podem ter contribuído para a queda do salário real, inclusive o estado da atividade econômica, RESENDE(1982) argumenta que na ausência de atividade sindical, tal dispositivo teria virado parâmetro básico para as negociações privadas. A Tabela 20 mostra o comportamento do salário mínimo real e dos salários industriais durante o período. É possível vislumbrar uma queda importante em relação a 1964, especialmente para o salário mínimo.

O plano estabeleceu algumas metas em termos de variação de agregados monetários e de produto real, a partir das quais, supondo-se constância da velocidade de circulação da moeda, é possível inferir que a taxa

**TABELA 20**  
**SALÁRIO MÍNIMO REAL E CUSTO UNITÁRIO DA**  
**MÃO-DE-OBRA: BRASIL, 1960-1968 <sup>1/</sup>**

<b>Ano</b>	<b>Salário Mínimo Real <sup>1/</sup></b>	<b>Custo Unitário do Trabalho <sup>2/</sup></b>
1960	101,5	113,6
1961	117,2	122,9
1962	103,5	116,0
1963	100,0	100,0
1964	97,5	104,3
1965	90,4	99,0
1966	83,8	97,2
1967	80,6	97,5
1968	81,6	92,5

1/ Tomou-se o valor do salário mínimo pago a cada mês, deflacionado pelo ICV-RJ, índice de custo de vida no Rio de Janeiro, para obter o salário mínimo real médio. A partir de 1963, incluiu-se um pagamento adicional (13º salário), efetuado em dezembro. As duas séries têm 1963 como ano base.

2/ O salário mínimo do Rio de Janeiro foi deflacionado pelo IPA-Ind, o índice de preço por atacado na indústria.

Fonte: Conjuntura Econômica, 31(4), abr. 1977. Extraído de MORAES(1987) p.147.

de inflação esperada era de 25% em 1965 e 10% em 1966, valores tão ambiciosos quanto os do Plano Trienal.

A lógica da implementação do programa, como veremos adiante, não foi linear. Enquanto a política fiscal exerceu pressão deflacionista no período 1964-66, a política monetária, após o curto e forte aperto sofrido em meados de 1963, só veio a ser contracionista em 1966.

Já a política cambial, após a fase inicial de inflação corretiva, envolveu ajustes periódicos e não sistemáticos na paridade nominal, configurando uma opção de taxa cambial fixa mas ajustável, pois apenas em 1968 foram introduzidas as minidesvalorizações. Ademais, houve uma consolidação da estrutura tarifária, de modo a reduzir a proteção à indústria nacional.

### **2.4.3. A Gestão e os Resultados Principais**

No segundo trimestre de 1964, não parece ter havido grande aperto na liquidez real apesar dos índices negativos, e mesmo com a elevação da inflação ligada ao ajuste de preços relativos, houve alguma recuperação na produção industrial (Tabela 18).

Em 1965, as metas de expansão da moeda e do crédito foram completamente estouradas, o que resultou em parte da posição superavitária do balanço de pagamentos, em face de um valor recorde para as exportações e de uma redução nas importações, bem como da entrada de capitais privados e multilaterais<sup>44</sup>.

---

<sup>44</sup> O desempenho da conta de capitais foi consistente com a política de consolidação da dívida externa e restauração do crédito do País no exterior. A administração iniciada em

A atividade econômica em 1965 se ressentiu do aperto monetário moderado do final de 1964 e da política fiscal restritiva, ao mesmo tempo que os preços mostraram retração já no primeiro trimestre, embora inicialmente com mais força para os preços agrícolas. Segundo RESENDE(1982), no segundo trimestre de 1965 entra em vigor a fórmula salarial, enquanto a nítida retração na taxa de variação dos preços industriais é percebida ao longo do ano. O efeito defasado da expansão da liquidez e a existência de capacidade ociosa levaram a economia a apresentar uma firme recuperação no início de 1966.

Contudo, a partir do segundo trimestre de 1966, tem lugar um arrocho monetário, que apesar de contrabalançado parcialmente pelos empréstimos do Banco do Brasil, conduz a economia para uma recessão no início de 1967 (Tabelas 17 e 18). Apesar de exibir redução, a inflação em 1966 não cai substancialmente pois, diferentemente de 1965, houve um choque agrícola desfavorável (Tabela 16).

No segundo trimestre de 1967, há uma reviravolta na política econômica em função da mudança de governantes, sendo a inflação substituída como prioridade, já que níveis de 15% a 20% anuais foram considerados toleráveis. A preocupação deslocou-se para a necessidade de evitar tensões de custo e a política monetária foi flexibilizada para remover obstáculos à retomada da atividade privada<sup>45</sup>.

---

1964 deu bastante relevo à cooperação internacional com agências multilaterais e com o governo dos EUA. Cf. RESENDE(1982), pp. 773-774.

<sup>45</sup> MARTONE(1970) faz uma leitura crítica da política de combate à inflação, enfatizando o "stop and go" na política monetária e creditícia, bem como seus custos para o setor produtivo. O mesmo tom crítico está presente nos discursos e artigos escritos pelo Professor Delfim Neto, que veio a ser o ministro da fazenda na administração iniciada em 1967.

Os custos da estabilização podem ser avaliados a partir da interrupção da trajetória de crescimento, só retomada em 1967, bem como dos efeitos setoriais das políticas contracionistas, embora a primeira não possa ser atribuída inteiramente ao programa. Ademais, houve um aumento no número de falências e concordatas, especialmente de pequenas e médias empresas, em função da duplicação do passivo médio real. As taxas de juros reais anuais são apresentadas na Tabela 21. Os setores ligados à produção de vestuário e alimentos, bem como a construção civil, foram alguns dos que mais sentiram a retração na atividade econômica.

De modo geral, a dificuldade de acesso a recursos externos fez que o aperto monetário afetasse mais fortemente as empresas nacionais e de menor porte. A política fiscal gerou cortes de gastos, que atingiram mais fortemente as áreas da previdência social e dos transportes, aumentando o caráter regressivo e a pressão sobre o segmento da construção civil. Como este setor emprega mão-de-obra mais barata e menos qualificada, isto deve ter incrementado o custo social do programa.

#### **2.4.4. Interpretações sobre a Estrutura e o Sucesso do Programa**

A interpretação do PAEG, como já havíamos mencionado, tende a ser pautada pela ênfase no papel dos controles salariais. Uma das visões clássicas, sustentada em RESENDE(1982), salienta a solução do impasse distributivo através da redução da parcela salarial, considerando o agravamento da distribuição da renda como um custo adicional do programa.

**TABELA 21**  
**EMPRÉSTIMOS AO SETOR PRIVADO EM**  
**TERMOS REAIS E TAXA DE JUROS NO BRASIL,**  
**1964-1966**

Ano/Mês		Banco do Brasil 1/	Bancos Comerciais 1/	Taxa de juros (% a.a) 2/
1964	(média)	107,4	104,5	--
1965	Jan.	100,0	100,0	48,2
	Fev.	97,4	99,9	50,9
	Mar.	90,5	95,8	54,4
	Abr.	88,1	96,1	47,2
	Mai	86,3	99,9	51,5
	Jun.	87,0	107,2	55,0
	Jul.	86,6	111,5	58,4
	Ago.	90,2	121,0	55,4
	Set.	94,5	126,8	57,1
	Out.	96,7	130,7	47,1
	Nov.	98,7	136,0	47,8
	Dez.	99,1	138,3	47,7
1966	(média)	--	--	34,3

1/ Deflacionado pelo IPA-Indústria.

2/ Refere-se à letra de câmbio de 180 dias.

Fonte: Relatório SUMOC, diversos números. Extraído de MORAES(1987) p.153.

Ademais, Resende subordina o grau de ortodoxia adotado não ao diagnóstico, pouco convencional ao conter uma visão em que a política monetária tem efeitos reais, mas às dificuldades vividas no front do balanço de pagamentos.

Por outro lado, o programa foi marcado por um enfoque abrangente, que não se resumiu à atuação das políticas contracionistas, tendo aberto uma frente de reformas estruturais, direcionadas para a reconstrução do padrão de financiamento, bem como para a mudança no sistema de indexação. Destacam-se, nesta direção, tanto as reformas fiscal e financeira, inclusive do mercado de capitais, que mobilizaram fundos voluntários e compulsórios, como a mudança no horizonte de indexação, com ênfase na anualidade.

Contudo, a apreciação de Resende pode ser questionada. É o que fazem SOARES(1986) e MORAES(1987). Especialmente este último, busca interpretar o PAEG como uma política de estabilização com utilização de balizamentos de preços, sustentados por incentivos creditícios.

Do ponto de vista dos custos da estabilização, Moraes tende a enfatizar que o determinante da recessão foi o arrocho creditício implementado no Plano Trienal. Por outro lado, qualifica o papel da política salarial, enfatizando que a queda da inflação antecedeu a aplicação da lei, que só teria se generalizado em julho de 1965. Adicionalmente, este autor considera que a queda do salário real foi de pequena magnitude.

Esta divergência a nível da literatura parece originar-se das distintas opções em termos de deflator. Se usarmos o IPA-indústria, relevante para a lucratividade empresarial, o salário real entre 1963 e 1965 mantém-se

aproximadamente constante, enquanto uma avaliação pelo ICV-RJ, ou seja, por uma ótica mais voltada para o consumidor, gera uma redução de 10% a 20% entre 1963 e 1967, conforme sugere a Tabela 20.

A grande inovação salarial do PAEG, no entender de Moraes, seria a mudança na lógica da política, com o horizonte passando a ser “forward-looking”, ou seja, tomando como base a inflação futura<sup>46</sup>. Deste modo, a regra adotada compatibilizava um salário real estável com uma inflação declinante, embora houvesse a possibilidade de que a subestimação da inflação projetada gerasse uma redução na remuneração real “ex-post”. Aquele tipo de expediente, também adotado no Chile ao final dos anos 50, poderia, adicionalmente, evitar um agravamento do desemprego.

Se a política salarial não pode ser diretamente responsabilizada pela redução da inflação, pois os salários teriam sido ajustados só após a queda da inflação, o que respondeu pelo impulso inicial de moderação na alta dos preços ? De fato houve uma boa safra em 1965, mas os preços industriais também mostraram queda (Tabela 16).

Neste ponto, MORAES(1987) introduz a idéia de balizamento de preços, como envolvendo metas para a inflação cuja adesão por parte do empresariado seria voluntária. Este autor desenvolve um modelo de otimização para a firma, no qual aparecem conjugados os eventuais incentivos e custos ligados a uma aderência aos parâmetros governamentais para a fixação de preços. Os benefícios da adesão dizem respeito aos incentivos fiscais, bem como à preferência na obtenção de crédito subsidiado, pois estes

---

<sup>46</sup> Este enfoque também é adotado em CARDOSO & DORNBUSCH(1987).

recursos estavam limitados, tendo sofrido retração em termos reais ao longo de 1965, conforme mostrado na primeira coluna da Tabela 21.

Como evidência empírica de que o balizamento foi efetivamente seguido em 1965, MORAES(1987) cita trabalho de CARNEIRO(1976)<sup>47</sup>, segundo o qual 70% do volume de vendas industriais naquele período foi realizado por empresas que seguiam os parâmetros. Não é difícil entender a lógica microeconômica, pois 1965 foi marcado por escassez de crédito subvencionado e redução da demanda agregada. Mas em 1966, não só a meta inflacionária sugerida foi extremamente ambiciosa, como o aumento da liquidez e da demanda global diminuíram o atrativo da adesão, sendo a queda da inflação menor (Tabelas 16, 17 e 21).

Outra análise interessante do programa, embora ao nível teórico, é feita em SOARES(1986). Sua visão do PAEG aparece no trabalho numa tentativa de contrastar suas bases teóricas com as do Plano Cruzado. Segundo este autor, que também reconhece os aspectos de coordenação de preços relativos sugeridos por MORAES(1987), o plano envolvia duas etapas: a de inflação corretiva e a da desinflação.

A condução da primeira etapa visava corrigir os preços relativos mais importantes, de maneira gradual para que os preços privados também se realinhassem. Já a segunda parte, envolveria não apenas a redução na demanda nominal, como também a fixação de estímulos para que os preços seguissem uma trajetória prefixada.

---

<sup>47</sup> CARNEIRO, Dionísio Dias.[1976]. Política de Controle de Preços Industriais: Perspectiva Teórica e Análise Institucional da Experiência Brasileira. In: REZENDE, F. (Ed.). *Aspectos da Participação do Governo na Economia*, Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1976.

A persuasão econômica, através de redução de impostos e do custo de matérias-primas importadas, tenderia a premiar as empresas que conseguissem aumentar a produtividade, representando uma tentativa das autoridades de quebrar a mentalidade inflacionária. Mas como o balizamento era facultativo, não estavam inviabilizados os ajustes necessários nos preços relativos, o que segundo Soares mostrava que os formuladores reconheciam não conhecer o vetor de preços relativos de equilíbrio<sup>48</sup>.

Quanto aos custos da estabilização, Soares não considera o arrocho salarial como inerente à política de estabilização, embora o vincule à estratégia de crescimento do governo. Tampouco a recessão teria sido planejada, constituindo-se numa "overdose" não intencional.

Resumindo, nas fases iniciais, teve lugar um realinhamento de preços, sendo a seguir utilizadas as âncoras cambial e salarial em meio a uma tentativa de quebrar a mentalidade inflacionária. Por outro lado, foi perseguida uma política monetária levemente contracionista, bem como uma política fiscal restritiva. A queda no nível de atividade e a melhoria no balanço de pagamentos, juntamente com a ação destas âncoras, favoreceram a queda da inflação, mas a expansão monetária superou as expectativas iniciais.

Já ao longo de 1966, preocupadas com a aparente folga na política monetária, ou mesmo voltadas para a obtenção de quedas adicionais na direção de um dígito anual, as autoridades acionaram os freios, embora os

---

<sup>48</sup> Segundo este autor, o diagnóstico do PAEG seria superior ao inercialismo, como o de Francisco Lopes que conduziu ao Plano Cruzado, pois sua estratégia suporia implicitamente o conhecimento do vetor de preços relativos de equilíbrio.

indicadores monetários e creditícios indiquem um aperto mais leve que o praticado durante o Plano Trienal (Tabela 18).

Enfim, como podemos encarar a experiência do PAEG ? Nossa visão é a de que o plano alinha-se com a filosofia de âncoras múltiplas, discutida no capítulo 1. Em primeiro lugar, o programa deu ênfase à questão fiscal e aos aspectos estruturais do padrão de financiamento. Segundo, utilizou-se de uma política monetária e creditícia moderadamente contracionista, onde o volume de crédito oferecido por fontes oficiais servia como instrumento de indução a práticas de formação de preços com base nas expectativas de inflação futura. Terceiro, para evitar um custo excessivo em termos de redução da produção, a regra de salários foi alterada para não ocasionar aumento no salário real, cujo horizonte também foi remetido para a inflação futura.

Assim, estamos diante de um programa completo, que utiliza de maneira inteligente mecanismos de coordenação na formação de preços e de salários, indo muito além da idéia simplista de um programa ortodoxo<sup>49</sup>. Na continuidade do programa, foi implementada uma flexibilização cambial, evitando uma volatilidade mais intensa da taxa de câmbio real, mas sob um cenário de finanças públicas em ordem e de mecanismos de indexação já menos atuantes.

Em suma, o programa visou balizar as diversas variáveis nominais, tentando suavizar a transição para a estabilidade, evitando assim

---

<sup>49</sup> Uma visão geral do PAEG e do período que se seguiu, envolvendo rica discussão sobre os aspectos teóricos da realimentação inflacionária, encontra-se em SIMONSEN, Mário Henrique & CAMPOS, Roberto de Oliveira.[1974]. *A Nova Economia Brasileira*. José Olympio, Rio de Janeiro, 1974, capítulo 5.

desequilíbrios insustentáveis, como a valorização sistemática da taxa de câmbio real e a evolução de um desequilíbrio externo crescente.

No entanto, na comparação com os episódios de inflação extrema vividos na América Latina dos anos 80 e 90, é inegável que o PAEG encontrou condições mais propícias a um enfoque gradualista, como a ausência de práticas de indexação, bem como acomodação monetária e cambial, tão arraigadas. Ademais, ao relegar o objetivo de convergência para uma inflação abaixo de um dígito anual, o plano pôde administrar mais facilmente os dilemas entre nível de atividade e situação do balanço de pagamentos, o que embora não retire seus méritos em termos de flexibilidade e abrangência, reduz os riscos incorridos em termos de ancoragem nominal<sup>50</sup>.

E, por fim, a execução de reformas estruturais nas áreas fiscal e do financiamento da dívida pública<sup>51</sup>, bem como a própria execução fiscal mais contracionista a curto prazo, foram mais facilmente acomodadas sob um regime político de força.

---

<sup>50</sup> Neste sentido, o contraponto relevante seria com o plano argentino de 1967, que trouxe a inflação para um dígito anual, mas utilizou uma ancoragem cambial insustentável.

<sup>51</sup> MARTONE(1970) atribui parte da permanência da inflação à percepção pela sociedade de que o gasto público seria inflexível para baixo. É possível concluir desta assertiva que seria inviável buscar um esquema do tipo equivalência ricardiana para as finanças públicas, optando as autoridades por mudar apenas a natureza do financiamento do déficit público, o que teria sido viabilizado através do uso funcional da indexação para alguns mercados e segmentos, como os títulos públicos, o mercado de capitais e a taxa cambial.

## 2.5. O PROGRAMA MEXICANO DE 1987<sup>52</sup>

### 2.5.1. Os Antecedentes do Plano de Estabilização

A estória que antecede a aceleração inflacionária no México guarda certas semelhanças com as do Brasil, Argentina, e Israel nos anos 80, exceto por alguns detalhes. O México, por exemplo, só veio apresentar taxa de inflação maior que 10% anuais depois de 1975, mas esta se manteve abaixo dos 30% ao ano até a crise da dívida externa de 1982. De 1983 a 1987, o país viveu a tentativa de controlar a inflação, mas num cenário onde a taxa de câmbio real tinha de se ajustar ao objetivo de transferir recursos ao exterior<sup>53</sup>. Outro aspecto distintivo foi a presença de reformas estruturais, como a privatização e a liberalização comercial, desde os anos 80.

Após implementar um programa ortodoxo ao final de 1982, onde contas externas e fiscais receberam maior atenção, o país assistiu a uma aceleração da inflação com custo social elevado. Além de dificuldades financeiras externas, houve uma deterioração dos termos de troca, de modo que o superávit nas contas externas foi mantido através de um "overkill" fiscal (Tabela 22) e de uma redução no poder de compra dos assalariados (Tabela 23, lado esquerdo).

Após a absorção de uma forte retração nos preços do petróleo, onde o ajuste externo trouxe recessão e mais inflação, os desdobramentos da queda das cotações na bolsa de valores norte-americana em 1987 ocasionaram

---

<sup>52</sup> Nossas fontes são ORTIZ(1991), DORNBUSCH & WERNER(1994), SANTAELLA & VELA(1994) e SACHS, TORNELL & VELASCO(1995).

<sup>53</sup> Reveja as Tabelas 1 e 2, apresentadas no capítulo 1.

**TABELA 22**  
**RESULTADO FISCAL NO MÉXICO, 1980-1994**

Ano	(% PIB)		
	Resultado Nominal <sup>1/ 2/</sup>	Resultado Primário <sup>1/ 3/</sup>	Resultado Operacional <sup>1/ 4/</sup>
1980	-7.5	-3.0	-3.6
1981	-14.1	-8.0	-10.0
1982	-17.0	-3.5	-5.5
1983	-8.6	4.6	0.4
1984	-8.5	4.1	-0.3
1985	-9.6	3.9	-0.8
1986	-16.1	3.7	-2.4
1987	-16.0	5.8	1.8
1988	-12.4	8.0	-3.6
1989	-5.6	8.4	-1.7
1990	-3.3	7.6	1.8
1991	-1.5	5.3	2.9
1992	0.5	5.6	2.9
1993	-2.1	3.6	2.1
1994	-3.9	2.3	0.5

1/ (-): déficit e (+): superávit.

2/ Conceito de Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) Consolidado.

3/ Resultado Nominal menos juros totais da dívida.

4/ Resultado Primário mais juros reais da dívida.

Fonte: Ministério da Fazenda do México. Reproduzido de SACHS, TORNELL & VELASCO(1995).

**TABELA 23**  
**MÉXICO: INDICADORES SELECIONADOS**

Ano	Salário na Indústria <sup>1/</sup>	Índice de Desabastecimento - em 1988	Mês
1981	6.281,9	10,0	Janeiro
1982	6.300,2	7,0	Fevereiro
1983	4.564,8	6,0	Março
1984	4.354,6	6,0	Abril
1985	4.351,2	3,0	Maior
1986	3.892,8	9,0	Junho
1987	3.884,1	12,0	Julho
1988	3.774,4	5,0	Agosto
1989 <sup>2/</sup>	3.840,2	11,0	Setembro
		13,0	Outubro
		9,0	Novembro
		9,5	Dezembro

1/ Expresso em pesos constantes de 1978.

2/ Informações para o período janeiro-maio.

Fonte: Ministério da Fazenda do México. Reproduzido de ORTIZ (1991).

vários ataques especulativos contra a moeda doméstica<sup>54</sup>. Houve deterioração das expectativas inflacionárias, aumento de volatilidade na economia real e elevação da inflação. Ao final de 1987, com reservas internacionais ainda elevadas e com os preços controlados sem atraso significativo, as autoridades lançaram um programa de estabilização abrangente, visando deter a escalada inflacionária.

### **2.5.2. O Pacto de Estabilização de 1987 e os Resultados Iniciais<sup>55</sup>**

A estrutura básica do programa compreendia um ajuste fiscal, o aprofundamento das reformas estruturais e uma política de rendas, esta última associada a uma sincronização das variáveis nominais básicas (salários, tarifas, câmbio e agregados creditícios) com subsequente suspensão das cláusulas de indexação, decidida através de um pacto entre governo, setor empresarial e trabalhadores urbanos e rurais.

O ajuste fiscal visava, no curto prazo, gerar disponibilidades para cobrir o aumento do serviço da dívida, de modo a manter o equilíbrio no conceito operacional. No longo prazo, esperava-se obter recursos suficientes para cobrir o serviço da dívida externa e neutralizar a redução do imposto inflacionário. Efetivamente, através de cortes de gastos (1,5% do PIB) e elevação de tributos e tarifas (1,5% do PIB), foi possível aumentar o superávit primário em quase 3 pontos do PIB (Tabela 22).

---

<sup>54</sup>Detalhes sobre as etapas da política cambial no México são fornecidos no Quadro 3 a seguir.

<sup>55</sup>Seção baseada em ORTIZ(1991).

**QUADRO 3**  
**MÉXICO: REGIME CAMBIAL NO PASSADO RECENTE**

PERÍODO	DESENHO BÁSICO
set 82/ dez 82	estabelecido o câmbio duplo (antes flutuante desde set 76) com desvalorização gradual controlada e controles de capital rigorosos; um mercado é livre, e o outro é controlado, respondendo por 70% das transações, como a maioria das exportações, importações e o serviço da dívida externa.
jan 83/ dez 87	flexibilização dos controles cambiais; desvalorização elevada para acompanhar perdas nos termos de troca e a liberalização comercial, sendo seguida de mais inflação após 1985.
jan 88/ fev 88	câmbio duplo; flutuação administrada ligada ao Pacto de Solidariedade Econômica, com significativas intervenções da autoridade monetária.
mar 88/ dez 88	permanece o câmbio duplo; taxa de câmbio fixa ligada ao processo de estabilização.
jan 89/ out 91	movimentação gradual e controlada das paridades (com câmbio duplo); depreciação diária decrescente, com reduções da taxa anual equivalente em abril e agosto de 1989.
nov 91/ set 92	fim do câmbio duplo e eliminação dos controles cambiais(1); variação diária cai à metade do valor utilizado até out/91; inicia-se ampliação da banda cambial(2), cuja amplitude passa de 1,15% para 2%, alargando-se ainda mais em março e outubro de 1992.

PERÍODO	DESENHO BÁSICO
out 92/ dez 94	depreciação diária aumenta, voltando ao que havia sido em 1990; banda vai sendo alargada, de 3,4% para aproximadamente 9,1% de intervalo
desde dez 94	Após os ataques especulativos de final de 1994, segue-se um regime de flutuação com intervenções episódicas para evitar grandes oscilações da paridade (3).

(1): Tal medida apoiou-se na virtual igualação entre as taxas de câmbio livre e controlada, vindo representar um estímulo ao setor exportador.

(2): O piso da banda foi fixado em algo como 3,06 pesos por dólar, taxa verificada em novembro de 1991.

(3): A taxa nominal em meados de novembro/95 atingiu 7 pesos por dólar, chegando a 8 pesos por dólar em momentos de maior nervosismo.

Fonte: TREVIÑO(1994) pp. 35-36, CALAFELL(1993) pp. 40-41 e SANTAELLA & VELA(1994), Tabela 3.

Na área estrutural, houve antecipação do cronograma de liberalização comercial, enquanto que a privatização e a desregulamentação também seriam aceleradas. As variáveis nominais foram negociadas até fevereiro de 1988, sendo mantidos estáveis os salários, o câmbio, as tarifas públicas, e aplicado um redutor de 10% para o agregado creditício.

No princípio, havia ceticismo com relação ao programa, não só pelos níveis elevados de inflação atingidos quando do ajuste corretivo de preços, como pela expectativa de que um ajuste fiscal não era crível em ano eleitoral. Todavia, ao longo do primeiro trimestre de 1988, o programa ganhou credibilidade. Os preços dos ativos e a bolsa de valores tiveram valorização, houve entrada de capitais externos e a taxa de juros real caiu apesar de estar ainda elevada. Isto favoreceu a renovação do pacto<sup>56</sup>, sendo os preços-chave mantidos nas datas-base de maio, agosto e outubro de 1988.

A inflação em 1988 mostrou redução importante, ficando em 51,7% (IPC), mas a taxa de crescimento do PIB recuou de 1,5% para 1,1%, tendo havido substituição de exportações por demanda interna, devido às condições externas adversas.

A balança comercial mostrou grande deterioração, enquanto que o saldo da conta-corrente do balanço de pagamentos mostrou inversão de sinal com magnitude de quase 5% do PIB, em função da perda de termos de troca e do aumento dos juros da dívida externa. As importações também sofreram forte

---

<sup>56</sup> A primeira etapa, iniciada ao final de 1987, foi batizada de Pacto de Solidariedade Econômica e passou por 6 renovações até o final de 1988, sendo realizados, por ocasião de cada renegociação, apenas ajustes localizados e de reduzida monta, por exemplo, no salário mínimo, bem como na tributação e no preço de alguns produtos da cesta básica. Cf. SANTAELLA & VELA(1994), Tabela 2.

elevação, ao mesmo tempo que as reservas caíram. Por outro lado, a absorção de poupança externa representou a acomodação a um aumento da taxa de investimento de cerca de 2 pontos do PIB, enquanto o consumo privado cresceu 4 a 5 pontos do PIB, mantendo-se estável o consumo governamental (Tabelas 24 e 25).

Os controles diretos sobre os preços parecem ter colaborado para o aumento de confiança no programa, sem ter gerado níveis de desabastecimento preocupantes (Tabela 23, lado direito). O maior número de gargalos apareceu no setor concorrencial, em geral menos concentrado, confirmando a noção de que a eficácia dos controles tende a ser maior no segmento oligopolizado da economia, conforme cogitado na seção 1.6 acima.

Os controles indiretos, através do papel disciplinador do aumento da concorrência, associado à liberalização comercial, parecem ter tido um papel fundamental. A queda mais rápida dos preços ao produtor parece ilustrar a eficácia do balizamento gerado pelos preços internacionais, como indutor da quebra da inércia inflacionária, mas a convergência ainda assim parece ter sido lenta<sup>57</sup>.

No front monetário, houve alguma desintermediação financeira como reação aos controles praticados, mas posteriormente veio a liberalização financeira, com o aumento da utilização do mercado aberto e o aprofundamento dos mercados de crédito. A nível geral, a monetização experimentada no México foi satisfatória, o que sugere que a política

---

<sup>57</sup> A lenta convergência inflacionária pode ser ilustrada pela trajetória do IPC nos primeiros anos: 19,7% em 1989, 29,9% em 1990, e 19,9% em 1991, Cf. COSTA & SILVA(1993), Tabela 8, p. 10. A Tabela 26 mostra que apenas em 1993 a taxa de inflação ficou abaixo de um dígito anual.

**TABELA 24**  
**MÉXICO: COMPOSIÇÃO DO PRODUTO INTERNO BRUTO, 1985-1994<sup>1/</sup>**

	1980	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
PIB	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Consumo Privado	65.1	64.5	68.5	65.8	69.4	70.3	70.9	71.8	72.2	71.5	71.0
Consumo do Governo	10.0	9.2	9.1	8.8	8.6	8.5	8.4	9.0	10.1	10.8	11.3
Investimento Global	27.2	21.2	18.5	19.2	20.4	21.3	21.9	22.4	23.3	22.0	23.6
Investimento Privado	14.1	12.5	12.9	13.2	14.2	13.3	13.7	14.9	16.6	16.2	16.6
Investimento Público	10.7	6.6	6.5	5.2	5.0	4.8	4.9	4.6	4.2	4.2	4.5
Varição de Estoques	2.4	2.1	-0.9	0.8	1.2	3.2	3.3	2.9	2.5	1.6	2.5
Saldo Comercial	-2.3	5.1	3.9	6.1	1.5	-0.2	-1.1	-3.2	-5.5	-4.3	-5.8
Exportação	10.7	15.4	17.3	19.5	16.8	16.0	15.8	13.8	12.6	12.4	13.1
Importação	13.0	10.3	13.4	13.4	15.3	16.2	16.9	17.0	18.1	16.7	18.9

1/ Expressos como porcentagem do PIB a preços correntes.

Fonte: Banco do México. Extraído de SACHS, TORNELL & VELASCO(1995).

**TABELA 25**  
**POUPANÇA E INVESTIMENTO NO MÉXICO, 1988-1994<sup>1/</sup>**

Anos	Poupança(S)		Investimento(I)		(S-I)		Saldo BP C.Corr.
	Pública <sup>2/</sup>	Privada <sup>4/</sup>	Público	Privado	Pública	Privada <sup>3/</sup>	
1988	1,4	17,6	5,0	15,4	-3,6	2,2	-1,4
1989	3,1	15,6	4,8	16,5	-1,7	-0,9	-2,6
1990	6,7	12,5	4,9	17,0	1,8	-4,5	-2,7
1991	7,5	10,3	4,6	17,8	2,9	-7,5	-4,6
1992	7,1	9,5	4,2	19,1	2,9	-9,6	-6,7
1993	6,3	8,9	4,2	17,8	2,1	-8,9	-6,8
1994	5,0	10,7	4,5	19,1	0,5	-8,4	-7,9

1/ Como percentagem do PIB.

2/ Definida como a soma do déficit público operacional mais investimento público.

3/ Definido como déficit em conta corrente menos (S-I) do governo.

4/ Definida como (S-I) do setor privado mais investimento privado.

Fonte: Banco do México. Extraído de SACHS, TORNELL & VELASCO(1995).

**TABELA 26**  
**INFLAÇÃO E EVOLUÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO NO MÉXICO**  
**1991-1995**

Período		Inflação (%) <sup>1/</sup>	Varição da Taxa de Câmbio Nominal (%) <sup>1/</sup>	Taxa de Câmbio Real <sup>2/</sup> (1980=100)
1991	I	7.32	0.67	127.09
	II	3.61	1.22	124.88
	III	2.74	1.30	124.08
	IV	4.60	0.90	120.61
1992	I	5.40	-0.03	115.15
	II	2.71	0.92	114.11
	III	2.00	0.10	112.82
	IV	2.52	0.73	111.68
1993	I	3.27	-0.42	108.58
	II	1.85	0.19	107.69
	III	1.62	0.10	106.46
	IV	1.66	0.30	105.80
1994	I	1.94	1.34	105.84
	II	1.54	5.51	110.66
	III	1.45	1.56	111.75
	IV	1.85	5.95	116.76
1995	I	8.00	58.09	172.41

1/ Informações trimestrais não anualizadas do IPC.

2/ Calculada em relação ao dólar norte-americano, utilizando-se o IPC dos EUA e do México.

Fonte: International Financial Statistics, FMI, vários números. Reproduzida de SACHS, TORNELL & VELASCO(1995).

monetária pode ter ganho eficiência ao longo do tempo (Tabela 27.1). No entanto, o avanço da liberalização financeira e o desenvolvimento do mercado de crédito levaram ao crescimento também dos agregados mais amplos, embora os dados exibidos aqui tendam a exagerá-lo pois os valores estão em dólares.

Com o aprofundamento da intermediação financeira e a multiplicação dos recursos no mercado financeiro e de crédito, a capacidade do BC socorrer o sistema financeiro em caso de crise externa foi reduzida. Ao mesmo tempo, a evolução da relação entre agregados amplos e reservas (Tabela 27.2), bem como o crescimento do M3 em moeda estrangeira, mostram que uma política não-acomodatória por parte das autoridades poderia causar, no caso de uma crise financeira, um ajuste brusco e traumático na economia, com grandes perdas de capital, o que acabaria levando o BC a esterilizar a eventual perda de reservas internacionais, como teremos oportunidade de verificar adiante (seção 2.5.4.).

### **2.5.3. A Flexibilização dos Preços Relativos e os Desafios Estruturais**

Em 1989, as negociações periódicas prosseguiram<sup>58</sup>, mas a ênfase foi redirecionada para a flexibilização dos preços relativos. O salário mínimo sofreu correção de 8% e foi instituída uma banda cambial deslizante, com desvalorização diária equivalente a 16% anuais.

---

<sup>58</sup> A nova fase, já sob a administração Salinas de Gortari, foi chamada de Pacto para a Estabilidade e o Crescimento Econômico, e veio sendo renovado a cada período de 4 ou 6 meses.

**TABELA 27.1****MÉXICO: AGREGADOS E INDICADORES MONETÁRIOS, 1989-1993<sup>2/3/</sup>**

	1989	1990	1991	1992	1993
Base Monetária <sup>1/</sup>	8.415	10.226	12.563	14.114	15.196
Reservas Internacionais <sup>1/</sup>	6.620	10.168	17.547	18.554	24.537
M1 <sup>1/</sup>	11.886	17.089	35.785	40.595	47.945
M2 <sup>1/</sup>	47.342	62.056	87.633	104.031	119.409
M3 <sup>1/</sup>	69.186	87.604	103.622	120.563	149.358
Moeda Estrangeira <sup>1/</sup>	4.075	6.410	9.794	9.745	13.821
Moeda Doméstica <sup>1/</sup>	65.111	81.194	93.828	110.818	135.537
M1 / Reservas	1.80	1.68	2.04	2.19	1.95
M2 / Reservas	7.15	6.19	4.99	5.61	4.87
M3 / Reservas	10.45	8.62	5.91	6.50	6.09
M3 em moeda estrangeira/ reservas	0.62	0.63	0.56	0.53	0.56
M3 moeda estrangeira/M3	0.06	0.07	0.09	0.08	0.09
M1/PIB	0.06	0.07	0.13	0.12	0.13
M2/PIB	0.25	0.27	0.31	0.32	0.33
M3/PIB	0.36	0.38	0.37	0.37	0.41

1/ Valores em milhões de dólares.

2/ Dados de 1989 a 1993 são de final de período.

3/ Definições: M1 é moeda em circulação + contas à vista; M2 é M1 + títulos de curto prazo de emissão bancária. M3 é M2 + títulos de emissão não-bancária. M3 denominado em moeda estrangeira inclui M2 denominado em moeda estrangeira + Tesobonos.

Fonte: Banco do México, Indicadores Econômicos, fev.1995. Reproduzida de SACHS, TORNELL &amp; VELASCO(1995).

# TABELA 27.2

## MÉXICO: AGREGADOS E INDICADORES MONETÁRIOS, 1993-1994 2/ 3/

	1994 (meses)											
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Base Monetária <sup>1/</sup>	15.196	13.686	13.351	12.823	12.848	12.790	13.236	13.090	12.868	13.049	14.251	10.692
Reservas Internacionais <sup>1/</sup>	24.537	26.273	24.649	17.297	17.142	15.999	16.162	16.420	16.140	17.242	12.471	6.148
M1 <sup>1/</sup>	47.945	46.628	42.869	41.887	41.751	41.192	41.058	40.958	40.760	40.762	42.313	29.018
M2 <sup>1/</sup>	119.409	117.928	113.220	119.501	118.325	117.747	120.524	123.981	122.299	124.581	127.183	85.429
M3 <sup>1/</sup>	149.358	149.279	148.358	144.242	145.439	145.225	148.417	153.904	151.947	153.831	155.219	111.633
Moeda Estrangeira <sup>1/</sup>	13.821	14.871	17.061	23.219	24.621	25.557	28.671	32.145	31.137	30.715	32.363	33.673
Moeda Doméstica <sup>1/</sup>	135.537	134.408	125.762	121.023	120.818	119.668	119.746	121.759	120.810	123.117	122.856	77.360
M1 / Reservas	1.95	1.77	1.74	2.42	2.44	2.57	2.54	2.49	2.53	2.36	3.39	4.72
M2 / Reservas	4.87	4.49	4.59	6.91	6.90	7.36	7.46	7.55	7.58	7.23	10.20	13.89
M3 / Reservas	6.09	5.68	5.79	8.34	8.48	9.08	9.18	9.37	9.41	8.92	12.45	18.06
M3 em moeda estrangeira/ reservas	0.56	0.57	0.69	1.34	1.44	1.60	1.77	1.96	1.93	1.78	2.60	5.48
M3 moeda estrangeira/M3	0.09	0.10	0.12	0.16	0.17	0.18	0.19	0.21	0.20	0.20	0.21	0.30
M1/PIB	0.13											0.12
M2/PIB	0.33											0.36
M3/PIB	0.41											0.46

1/ Valores em milhões de dólares.

2/ Dados de 1989 a 1993 são de final de período.

3/ Definições: M1 é moeda em circulação + contas à vista; M2 é M1 + títulos de curto prazo de emissão bancária. M3 é M2 + títulos de emissão não-bancária. M3 denominado em moeda estrangeira inclui M2 denominado em moeda estrangeira + Tesobonos.

Fonte: Banco do México, Indicadores Econômicos, fev. 1995. Reproduzida de SACHS, TORNELL & VELASCO(1995).

Por outro lado, buscou-se um financiamento externo mais confortável para o déficit em conta corrente do balanço de pagamentos, através da renegociação da dívida externa, que supostamente deveria reduzir o ônus presente do endividamento e melhorar a capacidade do país atrair capitais externos privados. De fato, parece ter havido um alívio nas contas externas, pois a transferência de recursos financeiros para o exterior caiu de 5,5% do PIB antes do plano para 2,4% entre 1989 e 1992.

A inflação estabilizou-se em 18-20% anuais, mostrando a grande rigidez inflacionária, enquanto o aumento das importações e a absorção de poupança externa continuaram (Tabelas 24 e 25). Ao mesmo tempo, a taxa de câmbio real sofria ligeira valorização, que persistiu durante o período 1991-1994, conforme sugere a Tabela 26.

As taxas de juros reais caíram para o patamar de 35% anuais, em relação aos anteriores 55% (Tabela 28), e o salário real industrial permaneceu estável, permitindo discreto aumento no nível de emprego (Tabela 23, lado esquerdo). Com a maior confiança, inclusive externa, o investimento e o consumo privados permaneceram em elevação, impulsionados também pela transferência ligada ao serviço da dívida interna, da ordem de 6,9% do PIB (Tabela 24).

A aposta das autoridades era que, apesar da valorização real do câmbio e do desequilíbrio externo, os programas de desregulamentação, abertura e privatização seriam efetivas para mudar o padrão das expectativas, permitindo captar poupança externa de maneira sustentável, bem como gerariam um aumento de eficiência capaz de neutralizar eventuais perdas de

## TAXAS DE JUROS NO MÉXICO: 1989-1995 1/

	Cetes (1)	Tesobonos 2/ (2)	Juros Americanos (3)	Diferenciais de Taxas de Juros (1) - (2) <sup>3/</sup> (2) - (3) <sup>4/</sup>
1989 Dezembro	40.19	15.07	8.01	25.12 7.06
1990 Dezembro	25.84	12.00	7.91	13.84 4.09
1991 Dezembro	17.33	9.06	4.54	8.27 4.52
1992 Dezembro	17.53	3.48	3.53	14.05 -0.05
1993 Dezembro	11.71	5.09	3.08	6.62 2.01
1994 Janeiro	10.89	4.67	3.02	6.22 1.65
Fevereiro	9.13	4.34	3.21	4.79 1.13
Março	11.97	7.27	3.52	4.70 3.75
Abril	16.45	7.75	3.74	8.70 4.01
Mai	16.54	7.05	4.19	9.49 4.86
Junho	16.49	6.95	4.18	9.54 2.77
Julho	17.19	7.25	4.39	9.94 2.86
Agosto	13.82	7.24	4.50	6.58 2.74
Setembro	13.10	6.79	4.64	6.31 2.15
Outubro	14.35	6.85	4.96	7.50 1.89
Nov. 1ª semana	14.50	6.81	5.10	7.69 1.71
Nov. 2ª semana	14.18	6.82	5.24	7.36 1.58
Nov. 3ª semana	14.50	6.77	5.38	7.73 1.39
Nov. 4ª semana	14.76	7.50	5.52	7.56 1.98
Dez. 1ª semana	14.58	7.58	5.65	7.00 1.93
Dez. 2ª semana	14.89	7.40	5.70	7.49 1.70
Dez. 3ª semana	17.00	8.26	5.50	8.74 2.76
Dez. 4ª semana	31.99	10.49	5.50	21.50 4.99
1995 Jan. 1ª semana	34.99	12.49	5.55	22.50 6.94
Jan. 2ª semana	44.94	19.50	5.70	25.44 13.80
Jan. 3ª semana	39.00	19.75	5.65	19.25 14.10
Jan. 4ª semana	38.00	24.98	5.75	13.02 19.23

1/ Valores anualizados a partir das taxas para 3 meses.

2/ Entre 1989 e 1992, as taxas são para títulos de 28 dias.

3/ Dá uma indicação da expectativa de desvalorização cambial.

4/ Fornece uma sinalização do prêmio devido ao risco país ou risco soberano.

Fonte: Banco do México e Survey of Current Business. Reproduzido de SACHS, TORNELL &amp; VELASCO (1995).

competitividade do setor de bens comerciáveis. Neste modelo, parece que a variável de ajuste principal seria a taxa de crescimento, dado que a pressão para modernização da economia mantinha uma tendência deflacionária nos mercados de bens e de trabalho.

Contudo, a etapa de flexibilização envolvia 2 desafios estruturais não-desprezíveis. O primeiro dizia respeito ao tamanho das taxas de juros reais e seus efeitos colaterais. Uma das explicações para a taxa de juros elevada, além da ausência inicial de credibilidade, foi a grande elevação de demanda por crédito privado, com conseqüente realocação das operações informais por ocasião da liberalização financeira. ORTIZ(1991) atribui esta situação à exigência por parte do poupador de um prêmio de risco. A partir de 1990, porém, a taxa de juros inicia uma trajetória de queda mais pronunciada (Tabela 28).

No entanto, devem ser considerados os riscos e desvantagens da permanência de taxas de juros reais elevadas. Primeiro, é provável que todo o ganho fiscal do acordo da dívida externa tenha sido consumido. Segundo, tal situação leva a um ciclo de endividamento e inadimplência empresarial, com prováveis impactos sobre a solidez bancária. Terceiro, a distribuição de renda tende a ficar mais concentrada, bem como a transferência acaba alimentando o dispêndio privado.

Por outro lado, como vimos no item 1.4 acima, se os níveis de juros são persistentemente elevados, é difícil ao poupador escapar a um círculo vicioso, pois se a política pode ser inconsistente, as taxas de juros reais "ex-ante" terão

de ser sempre maiores, e o programa pode acabar mostrando-se insustentável a longo prazo.

Além da questão da taxa de juros, outra ameaça referia-se à capacidade de manter os preços relativos ajustados, em especial os preços controlados e tarifas públicas, de um lado, e a taxa de câmbio real, de outro. Os primeiros pareciam estar em 1989, comparados à evolução dos preços livres, em níveis próximas aos de 1982, segundo ORTIZ(1991) prejudiciais à política fiscal. A prorrogação do acordo até julho de 1990 permitiu uma recomposição de 7,5% nominais, mas autorizou aumentos de 14,5% no salário mínimo e uma trajetória da banda cambial com 14,5% anuais de desvalorização. Em suma, não só a liberação total dos controles de preços foi considerada pouco factível, nos marcos de uma demanda aquecida ao longo de 1989, como a capacidade de mudança nos preços relativos, no bojo dos acordos tripartites, parecia reduzida.

Enfim, esta segunda etapa reafirmou algumas das tendências presentes na primeira, mas aguçou várias contradições e problemas estruturais, em parte comuns a outras experiências de estabilização, e que conduziam o programa a uma encruzilhada, dado que o dilema entre convergência inflacionária e situação externa tendia a se tornar mais agudo com o passar do tempo. Aparentemente, após a fase inicial onde a inércia inflacionária foi quebrada com grande sucesso, persistiu-se no gerenciamento dos preços relativos no bojo dos pactos tripartites, embora com rendimentos decrescentes.

A prorrogação dos acordos até janeiro de 1991 parece ter reforçado exageradamente a queda da taxa de juros real, paralelamente à tentativa de

recompor a relação entre preços controlados e os preços livres. Ao mesmo tempo, a desvalorização cambial projetada foi reduzida, mas a taxa de inflação esperada vinha mostrando-se sempre superior. A “conta de chegada” foi buscada na política de “building confidence”, ou seja, na construção de suporte e credibilidade internacionais para o financiamento do desequilíbrio externo, não mais ancorado na renegociação da dívida externa, mas no acordo de livre comércio a ser assinado com os Estados Unidos e o Canadá (NAFTA).

Como veremos adiante, a perspectiva de integração comercial e a dependência crescente para com os EUA favoreceram ainda mais uma política de câmbio nominal correndo abaixo da inflação, o que acabava envolvendo volumes crescentes de financiamento para o déficit em transações correntes no balanço de pagamentos.

#### **2.5.4. A Convergência para a Estabilidade e os Dilemas da Ancoragem Cambial<sup>59</sup>**

No início da década de 90, o México voltou a ter uma melhoria nos termos associados ao seu endividamento externo, o que melhorou sua perspectiva para receber capitais estrangeiros. Por outro lado, as reformas macroeconômicas adotadas e a redução nas taxas de juros americanas transformaram o país uma alternativa atraente para os recursos aplicados no bojo da nova onda de globalização, destacando-se os recursos aplicados pelos fundos de investimento, de pensão, companhias seguradoras, entre outros.

---

<sup>59</sup> Esta seção apoia-se em DORNBUSCH & WERNER(1994) e SACHS, TORNELL & VELASCO(1995).

Assim, ancorado de um lado neste cenário externo favorável, e de outro na política de “building confidence”, as autoridades continuaram apostando na capacidade de auferir ganhos de produtividade para lastrear uma trajetória em que os ajustes da taxa cambial antecipavam as reduções na taxa de inflação, o que configuraria uma ancoragem cambial gradualista.

Entre 1990 e 1994, observou-se a definição do cenário já delineado em 1989. As taxas de juros domésticas diminuindo (Tabela 28), o Banco do México ganhava reservas e os recursos externos eram canalizados para a bolsa de valores e para o financiamento do dispêndio privado.

No entanto, à medida que o volume de capitais ingressados crescia, o fluxo anual de rolagem das dívidas e o financiamento do déficit em conta-corrente requeriam maiores volumes a cada ano. Paralelamente, as aplicações relacionadas ao capital de portfólio e os investimentos no mercado acionário permaneciam relativamente líquidos, podendo ser renovados ou liquidados caso o contexto externo sofresse alterações substanciais. Isto determinava uma vulnerabilidade intrínseca à estratégia de convergência gradual da inflação para os níveis do mundo desenvolvido. Contudo, após a definição do caminho de integração comercial, o apelo político e mesmo o imperativo econômico da convergência inflacionária tornaram-se quase irresistíveis.

Além disso, o México enfrentava um dilema na administração das políticas econômicas domésticas diante da abundância de capitais externos. Um dos instrumentos utilizados era a imposição de alíquotas de recolhimento compulsório sobre os recursos ingressados, não apenas para reduzir

marginalmente o estímulo à entrada de recursos voláteis, como também para proteger a intermediação financeira doméstica.

Contudo, os custos fiscais de uma política de intervenção no mercado cambial, seguida de esterilização dos efeitos monetários, bem como o já elevado patamar da taxa de juros, aumentavam o atrativo de se utilizar o influxo crescente para sustentar uma taxa de câmbio correndo abaixo da inflação (Tabela 26). Isto decorria também da tendência para perda de eficácia por parte dos controles de capitais<sup>60</sup>.

No front doméstico, o esforço realizado para equilibrar as finanças públicas no México foi muito significativo. Entre 1982 e 1992, houve um ajuste aproximado de 9 pontos do PIB no resultado fiscal primário, sendo boa parte da redução obtida em 1988. De 1989 a 1992, a queda das taxas reais de juros representou um ganho adicional no desempenho fiscal, sendo que após 1993 a política fiscal vai perdendo gradualmente sua vocação contracionista (Tabela 22).

Quanto às reformas estruturais, a privatização propiciou novas oportunidades de investimento e de atração de capital externo. No lado comercial, a proteção tarifária sofreu reduções marcantes, especialmente para bens de consumo. Os níveis médios passaram de 60% em 1984 para 20% em 1992, enquanto as restrições quantitativas foram praticamente eliminadas, esperando-se maior esforço de abertura com o NAFTA (Tabela 29). Não

---

<sup>60</sup> Sobre as alternativas para compatibilização entre as políticas monetária e cambial sob mobilidade de capitais em geral, veja DEVLIN, FFRENCH-DAVIS & GRIFFITH-JONES(1994) e ZAhLER(1992). Sobre o caso mexicano, consulte CALAFELL(1993) e TREVIÑO(1994). Este tema será introduzido de maneira sumária, no que concerne ao caso brasileiro, quando da referência aos antecedentes da política cambial do Plano Real no capítulo 3. Em relação a controles de capital em geral, veja o tratamento dado por FIELEKE(1993).

## TABELA 29

### PROTEÇÃO TARIFÁRIA NO MÉXICO: 1982-1992

Item	(%)		
	1982	1986	1992
Tarifa Média	27.0	22.6	13.1
Tarifa Média Ponderada pelo Comércio	16.4	13.1	11.1
Dispersão Tarifária	24.8	14.1	4.5
Percentual de Importação sob Cotas 1/	100.0	28.0	11.0

1/ É a relação entre o valor das importações abrangidas por restrições quantitativas e as importações totais.

FONTE: GATT. Reproduzido de DORNBUSCH & WERNER (1994) p.261

obstante o ajustamento interno empreendido, a sustentabilidade das contas externas não cresceu na magnitude requerida, sendo o descompasso entre o crescimento da demanda e do produto uma característica preocupante.

Neste caso, o desempenho pouco favorável em termos de taxa de crescimento e a redução do emprego formal parecem confirmar a hipótese de deslocamento da demanda doméstica para bens importados, fenômeno típico do início de uma série de programas com ancoragem cambial, mas que acabou se tornando intenso e duradouro no caso mexicano. Isto é uma outra face da percepção de que a sobrevalorização da taxa cambial era superior à justificada por uma mudança nos "fundamentos da economia" ou pelo aumento no grau de confiança.

Em suma, a situação do México no início de 1994 causava apreensão a certos analistas, mas os graus de liberdade para a política econômica eram reduzidos, como veremos a seguir. Além da crescente dependência e fragilidade externa, o produto per-capita havia mostrado retração nos anos anteriores, estando o governo mais tentado a liberar as políticas econômicas domésticas. A situação financeira interna era precária, tendo havido elevação no volume de empréstimos de baixa qualidade<sup>61</sup>.

Ao longo de 1994, que seria um ano de eleições presidenciais, houve uma instabilidade política forte concentrada no primeiro trimestre, associada a uma revolta política de grupos armados e ao assassinato de 2 políticos de peso do partido governista. Naturalmente, a incerteza agravou o quadro de financiamento do balanço de pagamentos, que passou a depender da queima

---

<sup>61</sup> Segundo SACHS, TORNELL & VELASCO(1995), o nível de inadimplência da carteira de crédito bancária cresceu de 3,1% em 1989 para 7,2% em 1994.

de reservas internacionais (Tabelas 27.2 e 30). A visão otimista sustentada pelas autoridades mexicanas foi perdendo a aderência, pois embora a inflação estivesse muito baixa (aproximadamente 6% ao ano), a situação externa era crescentemente percebida como insustentável. Quais eram as alternativas ?

Uma delas era prosseguir na desinflação<sup>62</sup>, apostando que a recessão poderia reverter parte das perdas de competitividade e que o aumento dos investimentos feito no passado viabilizaria uma nova posição de equilíbrio. Caso a crise de confiança fosse irresistível, o governo poderia desvalorizar o câmbio e aumentar as taxas de juros para acelerar o ajuste necessário, mas os prejuízos em termos de combate à inflação seriam limitados.

Outra alternativa seria desvalorizar o câmbio simplesmente e aceitar os eventuais impactos inflacionários. Porém, esta opção encontrava resistências de ordem política e estratégica, já que tal movimento poderia complicar as negociações no âmbito do NAFTA, ao mesmo tempo que suscitaria perdas de capital e maior incerteza nos investidores estrangeiros. Estes se perguntariam se aquele ajuste cambial não seria anulado pela inflação ou se não teria início uma nova espiral câmbio-preços-salário-câmbio, etc, podendo-se esperar o colapso definitivo nas condições de financiamento do balanço de pagamentos.

O governo realizou uma pequena desvalorização em 1994, ao permitir que a paridade atingisse o teto deslizante da banda, mas hesitou em optar por uma das 2 alternativas acima, pois a redução paulatina do financiamento externo foi esterilizada a nível das políticas monetária e fiscal, ou seja, a expansão do crédito doméstico e a política fiscal expansionista impediram uma

---

<sup>62</sup> Naturalmente, os custos políticos desta opção seriam elevados, especialmente em um ano eleitoral.

**TABELA 30**  
**MÉXICO: FINANCIAMENTO DO DÉFICIT EM CONTA**  
**CORRENTE, 1993-1994**

	(%)								
	1993				I	1994			
	I	II	III	IV		II	III	IV	
Déficit em Conta Corrente	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	
Saldo da Conta de Capital	144.42	132.47	104.48	152.18	157.17	1.00	44.28	-50.62	
Erros e Omissões	-4.39	-3.93	-3.21	-14.23	-45.60	-29.28	54.10	17.64	
Variações de Reservas 1/	-40.02	-28.54	-1.27	-37.95	-11.56	128.27	1.62	132.98	

1/ Valores negativos indicam ganho de reservas.

Fonte: Banco do México. Extraído de SACHS, TORNELL & VELASCO(1995).

contração no nível de absorção, e evitou-se realizar uma desvalorização cambial significativa.

Isto sugere que as autoridades perceberam a perturbação como transitória, ou não tiveram como viabilizar politicamente qualquer ação mais forte, tendo que apostar na sustentabilidade a longo prazo do modelo vigente.

Curiosamente, mesmo após as eleições, não houve uma mudança de curso. Contudo, o abalo progressivo na confiança dos investidores levou ao encurtamento do horizonte das obrigações externas do país, com crescente papel para o endividamento em bônus cambiais, como pode ser percebido pela troca entre Cetes e Tesobonos (Tabela 31). Como as reservas cambiais eram menores que as obrigações externas e estas tinham maturidade muito reduzida, qualquer pânico podia impedir o BC de manter o teto da banda cambial, o que tornava ainda mais provável uma desvalorização cambial, mais cedo ou mais tarde.

Afinal, em dezembro de 1994 os investidores detonaram uma série de ataques especulativos contra a moeda mexicana. No primeiro semestre de 1995, o ajuste da balança comercial foi satisfatório, mas a recessão interna e a elevação da inflação agravaram o quadro de instabilidade política.

A ausência de um horizonte para a economia mexicana tem gerado ataques especulativos esporádicos, levando a taxa de câmbio real a níveis subvalorizados (Tabela 26). Uma das questões em aberto é se o esforço passado de desindexação da economia será suficiente para estabilizar a inflação, e trazê-la de volta ao patamar de 20% anuais, e se com o tempo, como no caso chileno, será possível avançar na direção de um dígito anual.

**TABELA 31**  
**COMPOSIÇÃO DO ENDIVIDAMENTO**  
**INTERNO NO MÉXICO, 1989-1994** <sup>1/</sup>

(milhões de US\$)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Cetes	20.437	24.445	23.567	19.047	26.084	7.456
Bondes	21.082	21.903	18.871	11.827	5.485	1.562
Ajustabonos	1.221	4.859	12.696	11.642	10.849	5.371
Tesobonos	75	408	302	296	1.237	17.780
Outros	3.661	3.193	24	8	7	2
<b>T O T A L</b>	<b>46.476</b>	<b>54.808</b>	<b>55.459</b>	<b>42.820</b>	<b>43.662</b>	<b>32.170</b>

1/ Valores de final de período.

Fonte: Banco do México. Reproduzido de SACHS, TORNELL &amp; VELASCO(1995).

Quais são as lições do programa mexicano ?<sup>63</sup> Primeiro, é necessário ter cautela para não fazer uma análise linear do programa, que teve diversas fases. Claramente o programa heterodoxo de 1987, eficaz para trazer a inflação para o patamar de 20% anuais, foi descaracterizado e substituído por uma “tablita” gradualista, embora a renovação periódica dos pactos dava uma sensação de continuidade. Segundo, os ganhos propiciados pelas políticas de rendas são temporários, e apesar de muito úteis no início dos planos, tendem a limitar os ajustes de preços relativos no médio prazo. Terceiro, parece claro que o México abusou da vulnerabilidade externa tolerável em um programa de ancoragem cambial gradualista. Quarto, a capacidade dos ajustes estruturais elevarem a produtividade da economia não é infinita. Quinto, uma ênfase demasiada na perseguição da convergência inflacionária pode ser perigosa. Sexto, uma política monetária restritiva prolongada pode ter efeitos estruturais danosos sobre a competitividade da economia, sobre as finanças públicas, gerando uma crise de endividamento, além de alimentar a demanda privada e dificultar a opção pela intervenção no mercado cambial, devido às dificuldades para a esterilização dos efeitos monetários.

O caso mexicano parece confirmar uma série de resultados teóricos associados a programas com âncora cambial<sup>64</sup>, embora sua estrutura não seja tão definida quanto as “tablitas” ou uma alternativa do tipo caixa de conversão.

---

<sup>63</sup> Para uma abordagem recente e provocativa, veja KRUGMAN(1995). Este autor parte da idéia de que o colapso do programa mexicano mostrou a inadequação da tese do “Consenso de Washington”, de que a realização de reformas estruturais e a manutenção da estabilidade de preços despertaria o crescimento econômico nos países emergentes. Apesar de seu alerta pertinente para a natureza volátil dos fluxos de capitais, Krugman parece subestimar alguns dos ganhos associados às reformas mencionadas. Por outro lado, os riscos da ancoragem cambial são mais gerais, tendo estado presentes na estória da América Latina, levando vários programas ao fracasso.

<sup>64</sup> Um trabalho que se propõe a averiguar tal aderência é SANTAELLA & VELA(1994).

Assim, as evidências parecem sugerir que é grande o grau de vulnerabilidade neste tipo de iniciativa, o que acaba transformando-a numa opção de estado estacionário, mas que frequentemente mostra-se muito vulnerável ou sucumbe na transição entre equilíbrios.

## **2.6. A EXPERIÊNCIA DE ESTABILIZAÇÃO NO CHILE, 1975-1988**

### **2.6.1. Âncora Monetária e Ajuste Fiscal: 1973-1976<sup>65</sup>**

Após o golpe militar aplicado no país, o novo governo implantou um programa extremamente duro, de meados de 1973 a meados de 1976. Os objetivos eram amplos e os resultados não foram brilhantes. O governo buscava reduzir a inflação, corrigir o desequilíbrio externo e recuperar os preços e tarifas públicas. A inflação chegou até algo como 200% anuais, mas o custo em termos de produção e emprego foi muito elevado. Houve também quedas nos salários reais e no investimento total, o que mostra o intenso ajuste doméstico produzido (Tabela 32, linhas 1, 2, 7 e 9, e Tabela 33).

Apesar da grande desvalorização cambial ao final de 1973, o ajuste ao choque do petróleo foi beneficiado pelo preço externo favorável do cobre e pela rolagem facilitada de um terço do serviço da dívida externa no período 1973-1974. Foi realizada uma reforma tributária em 1974, e em 1975, diante de um cenário externo relativamente difícil, o ajuste foi completado com cortes de gastos e venda de ativos públicos. O déficit público caiu drasticamente, de

---

<sup>65</sup>Nossas fontes para o caso chileno são: CORBO & SOLIMANO(1991), DEVLIN, FFRENCH-DAVIS & GRIFFITH-JONES(1994), FFRENCH-DAVIS, AGOSIN & UTHOFF(1994), FORT(1994), KIGUEL & LIVIATAN(1994) e FUNDACIÓN CEDEAL(1995).

TABELA 32

## INDICADORES GERAIS DA ECONOMIA CHILENA: 1971-1983

Indicadores	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
<b>Variações Percentuais</b>													
1. Crescimento do PIB	9,0	-1,2	-5,6	1,0	-12,9	3,5	9,9	8,2	8,3	7,8	5,5	-14,1	-0,7
2. Desemprego	5,7	3,7	4,6	9,2	16,8	19,4	18,6	17,9	17,7	17,4	15,6	28,2	24,5
3. Inflação <sup>1/</sup>	20,0	74,9	361,5	504,7	374,7	211,8	91,9	40,1	33,4	35,1	19,7	9,9	27,3
4. Crescimento de M2	85,1	101,3	255,4	322,3	328,1	477,7	n.d.	n.d.	n.d.	62,1	47,9	25,7	27,8
5. Variação Nominal do Câmbio	n.d.	n.d.	455,0	649,5	490,3	165,8	64,9	47,0	17,7	4,7	0,0	30,5	54,9
6. M2 em relação ao PIB	17,3	18,9	13,7	7,2	8,0	12,8	n.d.	n.d.	17,3	20,1	25,1	32,4	32,9
7. Superávit Público sobre o PNB	-10,7	-13,0	-24,7	-10,5	-2,6	-2,3	-1,8	-0,8	1,7	3,1	1,7	-2,3	-3,8
8. Superávit em Conta Corrente do BP sobre o PIB	-1,9	-3,9	-2,7	-2,6	-6,8	1,5	-4,1	-7,1	-5,7	-7,1	-14,5	-9,5	-5,7
<b>Índices</b>													
9. Salário Real <sup>2/</sup>	119,3	108,2	80,0	64,8	62,1	63,0	71,1	75,7	82,0	89,4	97,5	97,1	86,8
10. Taxa de Câmbio Real Efetiva <sup>3/</sup>	91,9	96,4	107,2	93,5	100,2	87,1	84,4	97,7	87,4	75,1	67,4	78,9	83,5
11. Termos de Troca	80,6	75,5	84,7	88,3	55,4	59,3	54,1	48,6	54,7	51,6	44,6	39,8	40,7

1/ Baseada no IPC.

2/ O dado para 1983 é de janeiro a agosto.

3/ Variação cambial deflacionada pela diferença entre as variações do IPA externo e interno.

Fontes: International Financial Statistics, Fundo Monetário Internacional e Banco Mundial.

Para as linhas 2, 5, 7, 9, 10 e 11, a fonte é RAMOS, J. [1986]. Neoliberal Economics in the Southern Cone of Latin America: 1973-1983. The Johns Hopkins University Press, 1986. O quadro foi reproduzido de KIGUEL & LIVIATAN(1994).

TABELA 33

## INDICADORES MACROECONÔMICOS: CHILE, 1960-1988

210

	PIB	Absorção Interna <sup>1/</sup>	Deflator Implícito do PIB (%)	IPC <sup>2/</sup>	Desemprego	Taxa de Cobre	Preços do Cobre (cents por libra-peso)	Déficit no BP em Conta Corrente (% PIB)	Déficit Público <sup>4/</sup>	Investimento Público <sup>5/</sup> (% PIB)	Investimento Bruto Total <sup>6/</sup>	Termos de Troca (índice) <sup>7/</sup>	Juros Real (%)	Taxa de Salários Reais (1980=100)
1960	n.d.	n.d.	n.d.	11,6	7,4	30,8	-4,6	n.d.	n.d.	n.d.	13,9	139,9	n.d.	45,8
1965	0,8	0,4	39,3	28,8	5,4	58,7	-1,4	n.d.	n.d.	n.d.	15,0	152,9	n.d.	52,3
1970	2,1	1,8	40,5	32,5	7,1	64,2	-1,0	6,7	6,7	10,4	16,4	226,1	n.d.	82,1
1971	9,0	9,7	18,4	22,1	5,5	49,3	-1,8	15,3	15,3	10,5	14,5	172,3	n.d.	96,0
1972	-1,2	1,0	86,9	117,9	3,8	48,6	-3,1	24,5	24,5	9,6	12,2	166,2	n.d.	86,3
1973	-5,6	-6,2	418,1	487,5	4,6	80,8	-2,8	30,5	30,5	8,4	7,9	187,2	n.d.	58,6
1974	1,0	2,4	694,2	497,8	9,7	93,3	-1,9	5,4	5,4	12,5	21,2	197,8	n.d.	55,5
1975	-12,9	-20,8	342,4	379,2	16,2	55,9	-6,8	2,0	2,0	9,2	13,1	118,5	n.d.	53,9
1976	3,5	0,2	250,7	234,5	16,8	63,6	1,5	-3,9	-3,9	6,1	12,8	127,8	64,3	59,8
1977	9,9	14,2	103,5	113,8	13,2	59,3	-4,1	-0,4	-0,4	6,9	14,4	114,4	56,8	72,6
1978	8,2	9,7	56,6	49,8	14,0	61,9	-7,1	-1,5	-1,5	6,7	17,8	111,0	42,2	83,0
1979	8,3	10,5	46,3	36,6	13,6	89,8	-5,7	-4,8	-4,8	5,1	17,8	118,5	16,6	92,1
1980	7,8	9,3	29,2	35,1	11,8	99,2	-7,1	-5,4	-5,4	5,2	21,0	100,0	11,9	100,0
1981	5,5	11,6	12,2	19,7	11,1	78,9	-14,5	-0,3	-0,3	5,1	22,7	84,3	38,7	109,0
1982	-14,1	-24,1	13,3	9,9	22,1	67,1	-9,5	4,0	(8,9)	4,7	11,3	80,4	35,1	109,3
1983	-0,7	-4,6	26,6	27,3	22,2	72,2	-5,6	3,3	(7,2)	4,8	9,8	87,5	16,5	97,3
1984	6,3	8,5	14,3	19,9	19,2	62,4	-10,7	4,5	(9,0)	6,0	13,6	83,2	11,7	97,6
1985	2,4	-1,9	32,9	30,7	16,3	64,3	-8,3	2,9	(9,8)	7,1	14,6	78,5	10,5	93,2
1986	5,7	5,4	19,2	19,5	13,5	62,3	-6,9	1,6	(4,4)	7,6	14,7	82,0	7,7	94,9
1987	5,7	7,3	21,2	19,9	12,3	81,1	-4,3	-0,3	(0,4)	7,3	16,9	77,0	9,3	94,7
1988	7,4	8,9	21,2	14,7	11,2	117,9	0,7	3,6	(-3,0)	6,2	17,0	85,7	7,5	102,8

1/ Inclui consumo privado e do governo, mais investimento total.

2/ Exceto de 1971 a 1979.

3/ Abrange a grande Santiago. Informação da Universidade do Chile.

4/ Até 1979 inclui governo central e empresas estatais, extraído de LARRAÍN(1989). Para os demais anos, a fonte é MARSHALL &amp; LARRAÑAGA(1989).

Os dados entre parênteses incluem uma estimativa dos subsídios quase-fiscais canalizados através do BC.

5/ Até 1985, extraído de LARRAÍN(1989). Demais anos, extraído de FONTAINE(1989).

6/ Construída a partir do investimento bruto em capital fixo e da variação de estoques a preços constantes. Extraída de Indicadores Econômicos e Sociais, 1960 e 1985 e de MARSHAL &amp; LARRAÑAGA(1989).

7/ Extraída dos Cadernos Estatísticos da CEPAL e de Indicadores Econômicos e Sociais, 1960 e 1985.

Fonte: FONTAINE, J. A.[1989]. The Chilean Economy in the 1980s: Adjustment and Recovery. In: EDWARDS, S. &amp; LARRAÍN, F.(Eds.). Debt Adjustment and Recovery. Blackwell, 1989. LARRAÍN, M.[1989]. How the 1981-1983 Chilean Banking Crisis was Handled. World Bank, PPR Working Paper nº 300, 1989. MARSHAL, J. &amp; LARRAÑAGA, O.[1989]. Política Fiscal y Ajuste in Chile. ECLAC, Mimeo, 1989. Estas referências aparecem Apud (junto a): CORBO &amp; SOLIMANO(1991) pp.60-61, de onde o quadro foi extraído.

quase 30% do PIB antes do programa, para 5% e 2%, respectivamente, nos anos de 1974 e 1975. Teve lugar também um aperto monetário cavalgar, tendo a relação entre o agregado M2 e o produto passado de 14% em 1973 para 8% em 1975, como indica a linha 6 da Tabela 32. Alguns autores argumentam que o arrocho monetário não teria sido suficiente<sup>66</sup>.

O programa é caracterizado por KIGUEL & LIVIATAN(1994) como envolvendo uma ancoragem monetária, mas talvez seja melhor considerá-lo um programa ortodoxo do tipo tratamento de choque, como mencionado no início do capítulo 1.

Por que a resistência inflacionária foi tão forte ? Como não houve medidas na área salarial, certos analistas<sup>67</sup> argumentam que a existência de indexação salarial defasada, ou seja, com base na inflação passada, poderia ter adiado a queda da inflação. No entanto, como alerta Sebastian Edwards, a recessão e o arrocho salarial incorridos em 1975 já foram brutais, o que torna pouco razoável e irrealista supor que cortes adicionais de salário real teriam salvado o programa (Tabela 33, última coluna).

Por outro lado, a necessidade de realizar uma elevação na taxa de câmbio real, em face da perda de termos de troca pela redução de 45% no preço do cobre, parece ter contribuído neste sentido. Isto ilustra o relativo dilema entre competitividade externa e desinflação, especialmente em

---

<sup>66</sup> Harberger diz que as taxas de crescimento monetário verificadas não são compatíveis com uma âncora monetária. Contudo, a interpretação de que não houve arrocho monetário não é conciliável com os dados, como também não é sancionada por experientes e conhecidos analistas do país, como Alexandro Foxley e Sebastian Edwards. Ademais, CORBO & SOLIMANO(1991) mostram econometricamente que em 1975 e no primeiro semestre de 1976 havia excesso de demanda de moeda, o que apoia a tese de que a política monetária foi contracionista.

<sup>67</sup>Um exemplo é CORBO & SOLIMANO(1991).

contextos de restrição externa e choques adversos, como indica a trajetória destas variáveis na Tabela 33. Cabe lembrar que na análise do ajustamento mexicano à crise do início dos anos 80, e mesmo no programa brasileiro de ajuste 1981-1983, traços de grande rigidez inflacionária também foram notados sob condições externas similares.

### **2.6.2. Ancoragem Cambial Gradualista: 1978-1982**

O enfoque liberalizante associado a uma prefixação cambial ativa, ou seja, de modo a conduzir a inflação para baixo, só foi assumido no início de 1978. No entanto, desde meados de 1976, existiam sinais de que o câmbio estaria tendo maior papel na redução da inflação.

Em 1976, foi iniciada uma liberalização comercial, com redução gradual das tarifas, prevendo-se que haveria convergência ao nível de 10% por volta de julho de 1979. Houve também uma unificação dos mercados cambiais, sendo adotada uma política de desvalorização gradual da taxa de câmbio, embora não anunciada ("crawling-peg"). Em junho de 1976 e março de 1977, em função da necessidade de controlar a inflação e diminuir o ingresso de recursos externos, a taxa nominal foi revalorizada em 10%.

No final de 1977, o governo concedeu um reajuste cambial nominal para compensar a redução da proteção associada com a liberalização e, no início de 1978, foi anunciada a taxa de desvalorização a ser praticada no futuro, que envolveria patamares de correção nominal decrescentes e menores que o diferencial entre a inflação interna e externa corrente, dando início à sistemática conhecida como "tablita". O mecanismo de ação supõe que, após a

diminuição substancial das tarifas de importação, a redução da desvalorização poderia deprimir tanto a variação dos preços dos bens comerciáveis, quanto as expectativas inflacionárias.

Até meados de 1979 a desvalorização praticada foi positiva, sendo a partir daí fixada a taxa de câmbio. As taxas de juros reais haviam sido extremamente elevadas no período 1976-1978, de que modo que foi implementada a liberalização da conta de capitais. Esperava-se que a maior integração neste segmento favorecesse a queda da taxa de juros interna, o que ocorreu em alguma medida (Tabela 33). A liberalização na área do mercado de trabalho não avançou até 1979, e em meados do ano foi introduzida a indexação salarial plena, revertida ao final do mesmo ano por uma desindexação parcial dos salários.

A convergência para a inflação externa levou aproximadamente 5 anos, tendo ocorrido quase 2 anos após a fixação da paridade cambial (Tabelas 32 e 33). De um patamar de 90% anuais em 1977, a inflação estacionou em torno de 35% em 1979-1980, chegando a 9,9% em 1982. A taxa de câmbio real sofreu apreciação de 30% em relação a 1975 e 20% com relação a 1976, enquanto o desequilíbrio externo foi assumindo dimensões preocupantes, passando a absorção de poupança externa de 7,5% do PIB no período 1978-1980 para 14% em 1981 (Tabelas 32 e 33).

Um dos aspectos aparentemente intrigantes deste experimento é que houve equilíbrio fiscal e até superávit no período 1979-1980 (Tabelas 32 e 33). Porém, como já vimos também no caso do México, um programa baseado numa âncora cambial, mesmo que gradualista, mostra fragilidade na área

externa. Dependendo das características da economia, um “overkill” fiscal pode apenas reduzir a taxa de crescimento, sem um aumento correspondente na sustentabilidade externa<sup>68</sup>.

Em 1982, a brutal elevação dos juros internacionais, acompanhada de uma perda adicional de termos de troca, somaram-se à deterioração de competitividade já acumulada, levando o país para uma grave crise cambial. Tendo de reduzir fortemente o dispêndio real, a recessão foi brutal, com queda de 14,1% no produto real e elevação forte no desemprego (Tabelas 32 e 33). Com o colapso de financiamento gerado pela moratória mexicana, a retração na disponibilidade de recursos externos ocasionou uma forte crise financeira interna.

Quais foram os motivos de uma convergência inflacionária tão lenta? Existem lições a ser aprendidas com a aplicação das “tablitas”? Uma das razões mencionadas para a lentidão na queda da inflação foi, uma vez mais, a regra salarial, que teria aumentado o salário medido em dólares (Tabelas 32 e 33).

Existem indicações, a partir de testes empíricos<sup>69</sup>, de que uma regra salarial cujos aumentos estivessem mais alinhados com a desvalorização esperada poderia ter melhorado a performance do programa. Por outro lado, no que tange à taxa de juros, a análise empírica sugere que a sensibilidade à abertura foi mais intensa no período 1979-1980, pois posteriormente o BC

---

<sup>68</sup> Todavia, vimos que uma situação oposta teve lugar em Israel, o que parece sugerir que a capacidade da política fiscal restritiva viabilizar o ajuste simultâneo na inflação e na conta-corrente do balanço de pagamentos, embora mais comum neste caso, não é atributo de qualquer economia aberta e pequena.

<sup>69</sup> Para uma abordagem empírica da estabilização chilena, veja CORBO & SOLIMANO(1991).

tentou praticar uma taxa elevada. Isto não parece ter impedido a queda da taxa de juros real "ex-post", talvez devido à rigidez inflacionária (Tabela 33).

Aspectos de credibilidade também são importantes. A política cambial só é crível se os agentes econômicos acreditam que a trajetória do setor externo é sustentável. Caso contrário, o programa só sobrevive com enorme sobrevalorização cambial e até que as condições externas favoráveis persistam.

Parece razoável no caso chileno, considerar que a trajetória do setor externo já exibia um desequilíbrio prévio ao programa, com déficit na conta-corrente do balanço de pagamentos de 4% do PIB em 1977. Ao mesmo tempo, os níveis relativamente deprimidos dos termos de troca e do preço externo do cobre não recomendavam uma aventura cambial (Tabelas 32 e 33). Assim, a valorização da taxa de câmbio real, quase inevitável em planos deste tipo, colocou o programa numa rota explosiva, apesar de ter existido disciplina fiscal.

### **2.6.3. A Experiência após 1984: Combate Paulatino à Inflação com Sustentabilidade Externa e Crescimento**

A experiência chilena começou a mostrar sinais positivos depois da superação da crise internacional. No período 1984-1988, houve uma desvalorização da taxa de câmbio real de aproximadamente 50%. O déficit governamental foi contido, tendo as finanças públicas apresentado um déficit de 3% do PIB em 1984, convertido num superávit de 3% em 1988. No entanto,

a ocorrência da reforma no sistema de seguridade social, a partir de 1983, prejudica a comparabilidade destes valores.

Depois de elevar-se em 1983, a inflação anual saltou para a casa dos 30% em 1985, voltando ao patamar de 20% logo depois. O crescimento do PIB no período 1986-1988 foi de 6,3% em média, atingindo 10% em 1989 (Tabelas 33 e 34). As taxas de juros reais permaneceram baixas e, apesar de uma taxa de câmbio real competitiva, o salário mínimo real foi fortemente aumentado (Tabela 34). Cabe importante papel nesta trajetória ao crescimento das exportações não-tradicionais (exceto cobre), que mostraram taxa anual de elevação de 13% no mesmo período. Quais são os fatores que podem nos ajudar a entender este desempenho brilhante ?

Em primeiro lugar, a superação da crise financeira envolveu ação do BC no sentido de não elevar as taxas de juros, bem como de não recorrer a financiamento inflacionário para a viabilização dos subsídios financeiros, que foram cobertos com colocação de títulos nos mercados interno e externo (Tabela 33). Isto não significou que a política monetária foi passiva, mas que ela conservou sua eficácia e, diferentemente das políticas de juros elevados do período 1978-1981, estimulou os investimentos produtivos (Tabela 33). Além disso, do ponto de vista do financiamento, o país contou com uma renegociação da dívida externa, basicamente privada, bem como com aportes de dinheiro novo e recursos multilaterais.

Um segundo fator foi a política fiscal ativa, que favoreceu a obtenção de uma maior disciplina inflacionária, apesar dos ajustes da taxa de câmbio real. Assim, graças à formação gradual de um superávit fiscal, foi possível

TABELA 34

## CHILE: SITUAÇÃO ECONÔMICA RECENTE, 1987-1994

Indicadores	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994 <sup>4/</sup>
Taxa de Crescimento do PIB (%)	6,1	7,0	9,7	3,3	6,8	10,6	5,9	4,1
Investimento Bruto Total (% PIB)	16,9	17,6	19,7	19,8	18,8	21,4	22,8	22,1
Poupança Interna (% PIB)	13,8	16,7	17,3	17,8	18,1	19,1	17,8	20,1
Poupança Externa (% PIB)	3,1	0,9	2,4	2,0	0,7	2,4	5,0	2,0
Taxa de Desemprego Aberto (% PEA)	9,4	8,1	6,2	6,0	6,5	4,9	4,7	6,0
Salário Mínimo Real (Índice 1990=100)	79,0	84,5	91,3	100,0	109,3	114,3	120,0	124,4
Inflação (% anual) <sup>1/</sup>	21,5	12,7	21,4	27,3	18,7	12,7	12,2	8,9
Taxa de Câmbio Real Efetiva (Índice 1990=100)	96,3	102,0	96,4	100,0	98,9	95,3	96,6	95,5
Dívida Externa Bruta (% PIB)	99,1	79,3	64,0	62,4	52,3	47,1	46,2	47,2
Poupança do Governo (% PIB) <sup>2/</sup>	3,8	4,9	4,7	5,6	5,1	5,6	5,0	5,3
Taxas de Juros Reais Anualizados (%)								
Taxas Ativas (%)	n.d.	5,1	11,9	17,1	8,4	10,0	10,8	10,4
Taxas Passivas (%)	n.d.	2,1	7,6	10,4	3,1	5,0	5,3	5,7
Prêmio Cambial Anual (%) <sup>3/</sup>	n.d.	11,1	16,9	24,0	10,2	16,5	5,9	22,2

1/ Medida pela variação do Índice de Preços ao Consumidor de dezembro a dezembro.

2/ Refere-se ao setor público em geral.

3/ Refere-se à taxa passiva, deflacionada pela variação cambial.

4/ Dados preliminares.

Fonte: CEPAL, Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 1994-1995.

recuperar a capacidade de poupança do governo (Tabelas 33 e 34). Isto viabilizou uma realocação de gastos governamentais, que envolveu o direcionamento de quase 7% do PIB para os investimentos no período 1985-1989, bem como um aumento da taxa de poupança interna, especialmente forte após 1987, como indica a Tabela 34. Este impulso criou um clima favorável ao investimento privado, que cresceu a um ritmo de 11% anuais, também estimulado pelos incentivos à acumulação e reinversão de lucros através da estrutura tributária.

No entanto, não é possível esquecer um terceiro elemento. Ocorreu uma desindexação salarial em 1982, e os altos níveis de desemprego, especialmente no período 1983-1986, contribuíram para conter pressões por aumento nos salários reais (Tabela 33).

Ademais, as iniciativas no sentido de reduzir o poder dos sindicatos, levadas adiante pelo regime militar, quebraram a resistência do salário real. Isto deu respaldo às políticas de estímulo à abertura e à eficiência microeconômica, associadas a uma taxa de câmbio real competitiva.

Um quarto fator relaciona-se ao contexto externo favorável, representado pela recuperação dos preços do cobre, pelo crescimento do comércio mundial e pela redução das taxas de juros internacionais. Tais fatores contribuíram para o aumento do crescimento baseado nas exportações, bem como para o financiamento dos investimentos através de capitais externos.

Um dos aspectos mais interessantes parece ter sido a capacidade do Chile manter uma taxa cambial competitiva, bem como um relativo equilíbrio na

absorção de poupança externa, especialmente nos anos 90 e mesmo sob uma avalanche de capitais externos de curto prazo<sup>70</sup>.

Alguns autores argumentam que a firmeza do governo na condução das políticas econômicas, embora dependente de condições políticas próprias de um regime autoritário, pode ser interpretada como um choque de expectativas junto à sociedade. Resultados empíricos<sup>71</sup> sugerem que houve redução da rigidez salarial e uma diminuição da sensibilidade da inflação a variações na taxa de câmbio nominal, o que corrobora parcialmente a visão de que teve lugar uma mudança de regime de política econômica.

Por outro lado, existem evidências de que a taxa de câmbio real foi sensível à redução do nível de absorção doméstica, enfatizando-se assim a existência de capacidade ociosa em boa parte do período. Os dados da Tabela 33 não mostram uma marcante contenção do nível de absorção, exceto nos anos de 1982 e 1985 em que parece ter sido mais sentida a queda do salário real associada ao ajuste do câmbio. Contudo, é muito provável que os preços favoráveis do cobre expliquem a elevação paralela da absorção e da renda real, com simultânea melhora das contas externas.

Assim, após uma fase de modernização e aumento da eficiência, com custos sociais não desprezíveis e sob um regime militar, o Chile estava preparado para retomar seu crescimento econômico, no bojo de uma expansão moderada da economia mundial. O governo democrático buscou dar

---

<sup>70</sup> Isto parece relacionar-se, pelo menos em parte, à utilização satisfatória de controles de capital e da sistemática de bandas cambiais, para compatibilizar as políticas monetária e cambial, mesmo sob intensa mobilidade de capitais. Veja ZHALER(1992) e LEIDERMAN & BUFMAN(1995). Contudo, o papel da disciplina fiscal, tanto diretamente, quanto através da viabilização de taxas de juros reais mais baixas, parece fundamental.

<sup>71</sup> Veja CORBO & SOLIMANO(1991) e LEIDERMAN & BUFMAN(1995).

continuidade às políticas macroeconômicas saudáveis, bem como à abertura da economia, o que consolidou a credibilidade na estabilidade de preços.

Apesar do sucesso obtido pelo Chile, é necessário questionar a duração, bem como as condições sob as quais a política de estabilização atuou. Houveram vários períodos de cortes nos padrões de vida e de níveis altos de desemprego, o que tende a desfavorecer a comparação entre o desempenho chileno e a performance de programas menos convencionais, como o PAEG, e o caso israelense.

Por outro lado, a maior proximidade em relação ao padrão de economia aberta e pequena, especialmente num contexto de abertura econômica e condições internacionais favoráveis, limita a comparabilidade com situações radicalmente diferentes, como as vigentes no Brasil e em menor grau na Argentina, onde a deterioração das condições econômicas inviabilizava uma opção gradualista.

## **2.7. COMBATE À INFLAÇÃO NA ARGENTINA: O FINAL DOS ANOS SETENTA E O PLANO DE CONVERTIBILIDADE DE 1991<sup>72</sup>**

### **2.7.1. A Fase Monetarista: 1976-1978**

Como no Chile, a Argentina também viveu uma fase bastante ortodoxa no combate à inflação, também sob a égide de um regime autoritário, caracterizado pela intenção de reduzir o papel do Estado na economia. Como

---

<sup>72</sup> Tomamos como base na discussão da experiência argentina as seguintes obras: RODRIGUEZ(1982a e 1993), LOPES(1991), NAKANO(1991), CANAVESE(1992), ROZENWURCEL(1992), FUNDACIÓN CEDEAL(1993-1996), FANELLI & MACHINEA(1994), GOLDMAN SACHS(1994), KIGUEL(1994), KIGUEL & LIVIATAN(1994) e MURPHY(1994).

vimos também no caso chileno, o programa (abril de 1976 a abril de 1978) enfrentou significativa resistência inflacionária, tendo a inflação passado de quase 500% para 175% anuais, mas os custos parecem ter sido relativamente transitórios e menores que no caso chileno (Tabela 35, linhas 1, 2, 7 e 9).

O déficit público passou de mais de 10% do PIB em 1976 para 3% do PIB em 1977, basicamente por uma redução dos gastos da ordem de 9% do PIB. A política monetária também foi contracionista, tendo a relação M2/PIB caído de 15% para 11% em apenas um ano, enquanto o crédito doméstico ao setor privado caiu de 12% para 8% do PIB no mesmo período.

Por outro lado, o salário real sofreu retração de mais de 30%, enquanto a taxa de câmbio real, após um ajuste inicial, permaneceu nos mesmos níveis do período 1971-1973. Contudo, os termos de troca sofreram redução de mais ou menos 30% com relação à média 1972-1974, sugerindo certa dose de vulnerabilidade externa, mas a conta-corrente do balanço de pagamentos permaneceu superavitária até 1978 (Tabela 35).

Algumas diferenças entre o Chile e a Argentina devem ser comentadas. Primeiro, o ajuste fiscal chileno parece ter sido muito mais drástico, embora as distorções presentes na economia eram mais intensas. A Argentina fez uso de mecanismos para controle salarial nas etapas iniciais do seu programa, o que deve responder por uma menor resistência inflacionária, representada também por uma redução do salário real maior que a verificada no Chile. Apesar da redução nos termos de troca da Argentina (Tabela 35), a perda de produto exogenamente determinada foi maior no caso chileno, prejudicando a eficácia

**TABELA 35**  
**INDICADORES GERAIS PARA A ECONOMIA ARGENTINA: 1971-1983**

Indicadores	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
<b>Variações Percentuais</b>													
1. Crescimento do PIB	3,8	2,1	3,7	5,4	-0,6	0,0	6,4	-3,2	7,0	1,5	-6,7	-5,0	2,9
2. Desemprego	6,0	6,6	5,3	3,4	2,6	4,5	2,8	2,8	2,0	2,3	4,5	4,8	4,0
3. Inflação <sup>1/</sup>	34,5	56,4	62,3	23,2	182,0	444,2	176,0	175,5	159,5	100,8	104,5	164,8	343,8
4. Crescimento de M2	-0,6	25,1	109,3	74,2	73,8	297,2	251,5	211,4	181,6	127,8	93,4	140,5	297,1
5. Desvalorização Nominal do Câmbio	n.d.	n.d.	14,6	-5,3	311,2	282,5	191,1	95,2	65,5	39,5	175,0	360,3	350,2
6. M2 em relação ao PIB	22,4	16,7	20,3	25,9	15,2	11,4	14,5	18,1	18,7	21,5	21,5	19,2	16,5
7. Superávit Público sobre o PNB	-3,1	-3,3	-4,7	-5,3	-10,3	-7,2	-2,8	-3,2	-2,7	-3,6	-8,1	-7,2	-11,0
8. Superávit na Conta Corrente do BP sobre o PIB	-1,6	-0,6	1,0	0,1	-3,6	1,2	2,2	2,8	-0,5	-3,1	-3,8	-4,1	-3,8
<b>Índices</b>													
9. Salário Real	103,4	98,3	104,4	117,9	111,1	74,7	73,6	72,3	83,0	92,8	83,0	74,1	90,8
10. Taxa de Câmbio Real Efetiva <sup>2/</sup>	94,9	107,3	102,7	87,8	134,2	88,5	114,0	102,9	77,2	69,2	87,0	112,9	104,1
11. Termos de Troca	108,1	117,3	141,8	128,7	97,1	93,1	88,9	89,9	97,6	110,3	100,2	89,1	86,8

1/ Baseada no IPC.

2/ Variação do câmbio nominal deflacionada pela diferença entre as variações no IPA externo e interno.

Fonte: International Financial Statistics, Fundo Monetário Internacional. Para as linhas 2, 5, 7, 9, 10 e 11, a fonte é RAMOS, J.[1986]. Neoconservative Economics in the Southern Cone of Latin America: 1973-1983. The John Hopkins University, 1986. O quadro foi reproduzido de KIGUEL & LIVIATAN(1994).

da política econômica. Uma vez mais, os fatores de resistência inflacionária<sup>73</sup> parecem estar relacionados aos conflitos entre equilíbrio externo e controle da inflação, conforme já ressaltado no caso chileno.

### **2.7.2. A Experiência com a “Tablita”, 1978-1982: Antecedentes, Estrutura e Resultados**

O programa argentino, embora muito similar ao aplicado no Chile<sup>74</sup>, foi anunciado em 20/12/1978, e envolvia 3 aspectos principais: a prefixação cambial, a reforma comercial e o deslocamento do financiamento público para fontes externas, embora sem redução do déficit público. A taxa de desvalorização cambial decrescente foi anunciada em 1978, e o déficit público, que neste ano fora de 3,2% do PIB, deslocou-se para 8,1% em 1981 (Tabela 35).

A política monetária foi pautada pela restrição ao crédito doméstico das autoridades monetárias, forçando os agentes econômicos e o governo a buscar recursos no exterior, mas não houve esterilização dos fluxos de capitais. A inflação caiu de 175% em 1978 para 100% em 1980, o que denota uma convergência lenta, já que a desvalorização nominal do câmbio foi de 65% em 1979 e 40% em 1980. Houve valorização adicional da taxa de câmbio real e o déficit em conta-corrente do balanço de pagamentos foi de algo como

---

<sup>73</sup> Vimos no primeiro capítulo, como os países com inflação crônica desenvolvem práticas de convivência com a perda de valor da moeda, tornando o processo mais difícil de eliminar.

<sup>74</sup> Cabe notar que o Brasil, sob a administração Delfim/Figueiredo em 1980, também utilizou uma prefixação da desvalorização cambial e da correção monetária para reduzir as expectativas inflacionárias, embora sem sucesso algum. Ademais, a pressão norte-americana e dos organismos multilaterais, como o Banco Mundial, no sentido de sugerir uma reforma liberalizante das políticas de comércio exterior, é outro traço comum da época, e que teve efeitos também em nosso país.

3% do PIB no período. Os fluxos de capitais recebidos financiaram a conta-corrente, mas o programa acabou em crise cambial (Tabela 35).

A problemática argentina é, mais uma vez, semelhante à chilena. Embora o desequilíbrio no balanço de pagamentos fosse mais reduzido, a súbita mudança das condições externas, perceptível em 1981, foi capaz de levar o plano ao colapso, pois aspectos de credibilidade são fundamentais em situações onde os movimentos de capitais jogam um papel estratégico.

Devido ao crescimento do endividamento interno e externo durante o programa, seu fracasso gerou fortes focos de inadimplência, o que levou as autoridades a formular uma reforma financeira, cujos objetivos eram reduzir a carga das dívidas e despertar uma reativação econômica a curto prazo. Contudo, como as mudanças atuaram também nas taxas passivas (captação), tornando-as negativas, houve grande desintermediação financeira, fuga para ativos reais e moeda estrangeira, bem como incentivo à adoção da taxa cambial como indexador preferencial, dado o descrédito do público para com as aplicações financeiras indexadas<sup>75</sup>.

### **2.7.3. O Final dos Anos Oitenta e os Antecedentes do Plano de Convertibilidade**

A Argentina é um país cujo histórico de mais de 50 anos de inflação crônica se assemelha aos de Brasil e Chile. Após a crise do financiamento externo dos anos 80, o país passou a enfrentar a dimensão interna do

---

<sup>75</sup> O desfecho deste programa parece ter influenciado na diferenciação entre as experiências brasileira e argentina, pois no primeiro, apesar da prefixação de 1980-1981, foi possível resgatar a confiança na indexação por índices de preços, enquanto no segundo, a utilização da moeda estrangeira foi tornando-se mais disseminada.

problema da transferência externa. A correção da taxa cambial, o corte do financiamento externo ao governo, bem como a existência de um sistema de preços indexado, resultaram num aumento forte da inflação, que não cedeu apesar dos diversos programas implantados durante a segunda metade dos anos 80 (Tabela 36).

O Plano Austral, um pioneiro programa heterodoxo de estabilização anunciado em 1985, evitou a hiperinflação, mas seu fracasso conduziu a economia à reindexação mais intensa. O Plano Primavera, implementado entre agosto de 1988 e fevereiro de 1989, baseou-se num novo regime cambial, mas resultou num surto hiperinflacionário<sup>76</sup> com crise cambial aguda, gerada por uma fuga dos poupadores na direção da moeda estrangeira (Tabela 36).

O financiamento da dívida pública passou a ocorrer através de depósitos remunerados junto ao Banco Central (70% da dívida pública), mas a aceleração inflacionária reduziu a dívida de US\$ 14,3 bilhões em meados de 1988 para US\$ 5,0 bilhões em junho de 1989.

Com a posse do governo Menem, foi tentado um plano mais articulado, conhecido como Plano BB (em alusão ao grupo empresarial Bung & Born). Foi implementado um ajuste fiscal de curto prazo, e anunciado um programa de privatização. Após ajustes nas tarifas públicas e na taxa cambial, ambas foram congeladas. O governo buscou negociar os preços privados com os empresários, reduzindo a inflação por um pequeno período, mas a elevação na emissão de moeda através do aumento das reservas compulsórias

---

<sup>76</sup> Como vimos no capítulo 1, existem algumas diferenças na dinâmica relacionada a surtos hiperinflacionários, como os experimentados pela Argentina nos períodos de abril a junho de 1989, e de dezembro de 1989 a março de 1990, e as hiperinflações clássicas.

**TABELA 36**  
**ARGENTINA: VARIAÇÃO DOS ÍNDICES DE PREÇOS, 1986-1995 (%)**

	IPC		IPA	
	Anual	Média Mensal	Anual	Média Mensal
1986	81,9	5,1	57,8	3,9
1987	174,8	8,8	181,8	9,0
1988	387,7	14,1	431,6	14,9
1989	4.923,3	38,6	5.386,3	39,6
1990	1.343,9	24,9	800,4	20,1
1991	84,0	5,2	56,9	3,8
1992	17,7	1,4	3,0	0,2
1993	7,4	0,6	0,1	0,0
1994	3,7	0,3	5,9	0,5
1995	1,6	0,1	6,0	0,5

Fonte: INDEC. Extraído de FUNDACION CEDEAL, diversos números.

remuneradas dos bancos culminou no colapso do programa, mais uma vez com a fuga dos ativos financeiros em direção à moeda estrangeira, supostamente associada à expectativa de adoção de um confisco de capital por parte do governo peronista. A inflação saltou de 6% mensais para níveis característicos de uma hiperinflação aberta.

A dívida interna subiu ao longo do plano, e o colapso forçou as autoridades a decretar um novo programa, conhecido como Plano Bonex (em alusão ao nome do título governamental introduzido), em 28.12.1989. O programa reescalou a metade dos depósitos à prazo, num valor de quase US\$ 2 bilhões, que foram convertidos em títulos com remuneração pela taxa internacional de juros mais correção cambial e 10 anos de prazo (BONEX). Apesar do benefício com a redução dos juros em algo como 4,8% do PIB, houve diminuição de credibilidade, ao mesmo tempo que as perdas de capital pareciam grandes, já que a cotação inicial dos títulos correspondia a aproximadamente 30% do seu valor de face.

No segundo semestre de 1990, a inflação havia ficado entre 5% a 10% mensais, mas apesar dos esforços do governo nas áreas da privatização e na redução das despesas governamentais, a economia permanecia instável. Mesmo com a apreciação cambial vivida no período, o equilíbrio externo foi mantido, entre outras razões porque a economia estava em recessão profunda. O risco cambial era elevado, e os juros altos reduziam o nível de atividade e a receita tributária.

Uma crise vivida pelos governos estaduais e pela previdência ao final de 1990 despertou uma corrida aos bancos oficiais, forçando o BC a elevar o

crédito doméstico, o que resultou numa queda de reservas, e numa elevação perigosa da inflação.

#### **2.7.4. O Programa de 1991 e Sua Lógica**

Foi empossado no início de 1991 um novo ministro da fazenda, Domingo Cavallo. Inicialmente, ele anunciou algumas medidas tópicas para melhorar o estado das finanças públicas (Tabela 37). Diante da instabilidade reinante, o BC estabilizou a taxa cambial dentro de uma banda de flutuação, contendo a bolha especulativa que poderia ter detonado novo surto hiperinflacionário. Mas a política econômica de tons gradualistas então utilizada não parecia ser eficaz para reduzir o grau de instabilidade e a inflação (Tabela 38.1).

No dia 27.03.1991 foi editado um novo programa de estabilização, cujas características eram o lastreamento da moeda nacional por divisas e a fixação da taxa cambial em lei. Este programa, versão radical de ancoragem cambial, limitou substancialmente o espaço do BC para criar crédito doméstico para os setores privado e público<sup>77</sup>.

O plano buscou persuadir os agentes econômicos de que a moeda doméstica era estável, não só pela restrição que a regra adotada representava ao processo de criação de moeda, mas também pela concessão de poder liberatório e liberdade de contratação e negociação em moeda estrangeira. Ademais, foi proibida qualquer forma de indexação implícita ou explícita

---

<sup>77</sup> Precisamente, esta capacidade não foi abolida, já que o lastro é menor que 100%, pois 10% podem ser formados por títulos cambiais de longo prazo emitidos pelo governo (BONEX), de modo a possibilitar alguma margem para criação de crédito pelo BC.

TABELA 37  
EVOLUÇÃO DAS CONTAS PÚBLICAS NA ARGENTINA, 1991-1995 <sup>1/</sup>

Conceito	1991	1992	1993	1994	1995		Meta FMI
					Realizado <sup>1/</sup>	Estimado	
Receita Corrente	28.624	38.769	44.698	47.372	35.140	47.781	48.058
Gastos Totais (exceto juros)	27.772	35.739	39.722	45.113	34.496	46.100	46.227
Privatização <sup>3/</sup>	2.194	1.787	523	789	251	1.300	2.396
Outras Receitas de Capital	74	106	145	60	57	119	108
Superávit Primário (sem Privatização)	926	3.136	5.121	2.319	701	1.800	1.939
Superávit Primário (com Privatização)	3.120	4.923	5.644	3.108	952	3.100	4.335
Juros	3.118	3.937	2.914	3.382	2.879	4.300	4.333
Resultado Fiscal <sup>4/</sup> ( com Privatização)	2	986	2.730	-274	-1.927	-1.200	2
Resultado Fiscal <sup>4/</sup> ( sem Privatização)	-2.192	-801	2.207	-1.063	-2.178	-2.500	-2.394

1/ Valores em milhões de Pesos Correntes.

2/ Refere-se ao período janeiro/setembro 1995.

3/ Inclui privatizações recebidas em dinheiro , bem como 30% das privatizações destinadas à Seguridade Social.

4/ (-): déficit (+): superávit.

Fonte: FUNDACIÓN CEDEAL(1996).

**TABELA 38.1**  
**VARIAÇÃO MENSAL DOS ÍNDICES DE PREÇOS**  
**NA ARGENTINA: 1991-1992 (%)**

Período	IPC	IPA
jan/91	7,7	10,1
fev/91	27,0	37,9
mar/91	11,0	0,4
abr/91	5,5	1,4
mai/91	2,8	1,0
jun/91	3,1	1,1
jul/91	2,6	0,4
ago/91	1,3	-0,4
set/91	1,8	0,4
out/91	1,4	0,8
nov/91	0,4	-0,8
dez/91	0,6	-1,0
jan/92	3,0	0,4
fev/92	2,2	0,5
mar/92	2,1	1,5
abr/92	1,3	0,1
mai/92	0,7	0,0
jun/92	0,8	0,8
jul/92	1,7	0,9
ago/92	1,5	0,6
set/92	1,0	0,7
out/92	1,3	0,1
nov/92	0,5	-1,9
dez/92	0,3	-0,7

Fonte: INDEC. Extraído de FUNDACION CEDEAL, diversos números.

referenciada a valores em moeda nacional. A vantagem foi a preservação da arrecadação de senhoriagem, pois a tentativa de emitir uma moeda doméstica lastreada evitou a dolarização completa da economia.

Alguns autores<sup>78</sup> consideram a reforma monetária, realizada através do Plano Bonex, como um dos fatores que favoreceram a estratégia adotada em março de 1991, auxiliando na obtenção do equilíbrio fiscal pela redução no serviço da dívida, e colocando a economia mais firmemente na rota da dolarização, o que veio aumentar a eficácia potencial de uma ancoragem cambial com conversibilidade.

Além dos benefícios da reforma monetária, foram adicionados, no lançamento do Plano Cavallo, um esforço fiscal, uma firme disposição política de realizar reformas estruturais, e a intenção de manter e acelerar a abertura da economia. O esforço fiscal envolveu correção dos preços públicos, aposentadorias, pensões e sua posterior fixação nominal, bem como uma melhoria na administração dos tributos, além da elevação do imposto indireto sobre a gasolina.

A abertura da economia seria realizada através da redução de barreiras não-tarifárias e da rebaixamento das tarifas, para o patamar médio de 22% para bens de consumo, 11% para bens intermediários e zero para bens de capital.

As reformas estruturais intentavam aumentar a eficiência e a flexibilidade da economia, através da eliminação de impostos distorcivos, da privatização dos ativos públicos e da redução das despesas com a máquina

---

<sup>78</sup> Por exemplo, ZINI JÚNIOR(1994).

governamental. A reforma tributária visou atingir uma simplificação da estrutura de impostos, por exemplo, através da introdução de um esquema de faturamento simplificado e funcional no combate à evasão fiscal. Ademais, houve um esforço de legalização das operações informais e de substituição de impostos sobre a mão-de-obra por impostos neutros, apesar do aumento na contribuição previdenciária.

Paralelamente, buscava-se preparar uma reforma previdenciária, de modo a conceder maior espaço ao sistema privado, bem como uma mudança completa no sistema de seguridade social que, caso bem sucedidas, tenderiam não só a aumentar a taxa de poupança privada como influenciar na consolidação do equilíbrio sustentado das finanças públicas.

Os resultados iniciais foram promissores. A inflação caiu intensamente, tendo o IPA passado de 37,9% ao mês em fevereiro para 1,0% mensal em maio e junho do mesmo ano (Tabela 38.1 e 38.2). Por outro lado, houve uma retomada do crescimento econômico nos anos seguintes (Tabela 39).

As taxas de juros também se reduziram, já que a lógica do modelo adotado envolvia a tendência à atração de capitais externos sem esterilização da contrapartida monetária (Tabelas 40 e 41). O nível de atividade cresceu fortemente, afetando positivamente a receita tributária e houve um aumento de M1 de 35% já no primeiro trimestre de vigência do plano, embora os depósitos a prazo em dólares tenham crescido a taxas mais elevadas que os em moeda local.

O programa exibiu os atributos clássicos de um experimento centrado numa âncora cambial. Apesar da queda inicial drástica da inflação, houve lenta

**TABELA 38.2**  
**VARIAÇÃO MENSAL DOS ÍNDICES DE PREÇOS NA ARGENTINA: 1993-1995 (%)**

Período	IPC	IPA
jan/93	0,8	0,8
fev/93	0,7	0,9
mar/93	0,8	-0,5
abr/93	1,0	0,8
mai/93	1,3	0,4
jun/93	0,7	-0,1
jul/93	0,3	-0,1
ago/93	0,0	0,4
set/93	0,8	0,0
out/93	0,6	0,4
nov/93	0,1	-1,5
dez/93	0,0	-1,2
jan/94	0,1	0,0
fev/94	0,0	-0,2
mar/94	0,1	0,2
abr/94	0,2	0,5
mai/94	0,3	0,6
jun/94	0,4	1,5
jul/94	0,9	0,7
ago/94	0,2	0,3
set/94	0,7	0,3
out/94	0,3	0,7
nov/94	0,2	0,9
dez/94	0,2	0,7
jan/95	1,2	1,4
fev/95	0,0	-0,3
mar/95	-0,4	0,2
abr/95	0,5	2,6
mai/95	0,0	0,3
jun/95	-0,2	0,1
jul/95	0,4	0,1
ago/95	-0,2	0,3
set/95	0,2	0,9
out/95	0,3	0,2
nov/95	-0,2	-0,2
dez/95	0,1	0,2

Fonte: INDEC. Extraído de FUNDACIÓN CEDEAL, diversos números.

TABELA 39  
ARGENTINA: PRINCIPAIS INDICADORES ECONÔMICOS, 1990-1995

	1990	1991	1992	1993	1994	1995 (p)
Crescimento do PIB Real (%)	0,1	8,9	8,7	6,0	7,4	-3,0
Inflação (%) (fim de período) <sup>1/</sup>	1.343,9	84,0	17,5	7,4	3,9	1,6
Taxa de Câmbio Real (IPA-EUA / IPC-ARG.)(1990=100)	100,0	75,0	64,2	60,2	59,3	58,4
Índice de Salário Real (1990=100)	100,0	89,1	84,7	83,3	84,0	82,6
NFSP consolidado (% PIB)	2,7	1,3	0,7	-1,0	0,1	1,1
NFSP em moeda corrente - com privatização	n.d.	2	986	2.730	-274	-1.200
NFSP em moeda corrente - sem privatização	n.d.	-2.192	-801	2.207	-1.063	-2.500
Recursos Monetários Totais (% PIB) <sup>2/</sup>	5,0	7,5	11,4	18,2	20,7	18,1
Investimento Interno Bruto (% PIB) <sup>3/</sup>	14,0	14,6	16,7	18,2	19,9	18,7
Poupança Nacional (% PIB) <sup>3/</sup>	17,7	14,9	14,1	15,9	17,0	18,1
Poupança Externa (% PIB) <sup>3/</sup>	-3,1	-0,3	2,6	2,3	2,9	0,6
Desemprego Aberto Urbano Total (%) <sup>3/</sup>	6,3	6,0	7,0	9,3	12,2	16,4
Setor Externo (US\$ milhões)						
Balança Comercial	8,3	3,7	-2,6	-3,7	-5,8	1,0
Dívida Externa	61,0	63,7	65,0	68,0	77,5	86,0

1/ Medida pela variação do IPC no final do período.

2/ Inclui depósitos em dólares no sistema financeiro.

3/ Preços constantes de 1986.

4/ Médias das pesquisas de maio e outubro.

Fonte: BCRA-CEPAL - Carta Econômica-FIEL-Secretaria de Programação Econômica. Extraído de FUNDACIÓN CEDEAL (1995).

**TABELA 40**  
**ARGENTINA: EVOLUÇÃO DAS TAXAS DE JUROS PASSIVAS, 1991/1992<sup>1/</sup>**

Período	7 dias <sup>2/</sup>	30 dias
jan/91	10,00	9,50
fev/91	12,25	11,30
mar/91	3,30	2,10
abr/91	0,61	1,23
mai/91	1,30	1,54
jun/91	1,26	1,59
jul/91	1,65	2,05
ago/91	0,80	1,35
set/91	0,85	1,55
out/91	0,85	1,40
nov/91	0,75	1,40
dez/91	0,90	1,45
jan/92	0,82	1,34
fev/92	0,65	1,08
mar/92	0,61	1,17
abr/92	0,63	1,19
mai/92	0,63	1,19
jun/92	0,47	1,00
jul/92	0,88	1,27
ago/92	0,81	1,20
set/92	0,81	1,20
out/92	0,81	1,20
nov/92	1,41	1,78
dez/92	1,60	2,05
jan/93	0,65	1,25

1/ Taxas efetivas mensais médias dos bancos privados.

2/ O segmento de depósitos à prazo inferiores a 30 dias foi suprimido em janeiro de 1993.

Fonte: Ambito Financeiro. Extraído de FUNDACIÓN CEDEAL(1995).

**TABELA 41**  
**EVOLUÇÃO DAS TAXAS DE JUROS PASSIVAS NA ARGENTINA, 1990-1995<sup>1/</sup>**

Depósitos	em moeda local		em dólares <sup>3/</sup>	
	Caderneta de Poupança	Prazo fixo <sup>2/</sup>	Caderneta de Poupança	Prazo fixo <sup>2/</sup>
				(%)
1990	98,40	124,70	-	-
1991	37,60	53,00	-	-
1992	7,70	11,60	-	-
jan/93	8,49	10,91	-	-
fev/93	6,68	12,72	-	-
mar/93	5,34	11,72	-	-
abr/93	4,77	11,39	2,96	6,49
mai/93	4,51	10,52	2,92	6,51
jun/93	4,50	9,87	2,77	6,30
jul/93	4,42	10,93	2,79	6,35
ago/93	4,26	10,03	2,72	6,20
set/93	3,89	8,79	2,64	5,95
out/93	3,82	8,35	2,62	5,85
nov/93	3,66	8,18	2,60	5,78
dez/93	3,63	8,68	2,60	5,77
jan/94	3,60	8,04	2,53	5,65
fev/94	3,44	6,62	2,51	5,45
mar/94	3,34	7,06	2,51	5,45
abr/94	3,31	7,75	2,50	5,50
mai/94	3,29	7,89	2,51	5,57
jun/94	3,27	8,12	2,51	5,65
jul/94	3,29	8,49	2,50	5,80
ago/94	3,28	8,59	2,45	5,75
set/94	3,28	8,35	2,43	5,68
out/94	3,24	8,29	2,43	5,70
nov/94	3,19	8,74	2,45	5,80
dez/94	3,25	9,75	2,45	6,12
jan/95	3,29	10,83	2,44	6,52
fev/95	3,33	11,76	2,44	6,86
mar/95	3,88	19,51	2,66	9,84
abr/95	4,34	19,08	2,90	11,03
mai/95	4,31	15,85	2,92	10,25
jun/95	3,89	11,14	3,00	8,55
3° Trim./95 <sup>4/</sup>	3,50	9,20	2,70	7,30
4° Trim./95 <sup>4/</sup>	3,50	9,00	2,60	7,30

1/Taxa nominal anual (média de cada período).

2/ Aplicações de 30 a 59 dias.

3/ Autorizados apenas após abril de 1993.

4/ Média do Trimestre.

Fonte: Carta Econômica. Ambito Financiero y Estadísticas Monetárias y Bancarias (ADEBA).

convergência inflacionária (Tabelas 38.1 e 38.2), acompanhada de elevação no produto, deterioração do saldo da balança comercial, e surgimento de um déficit em conta-corrente no balanço de pagamentos (Tabelas 39 e 42). A situação fiscal obtida logo após o programa foi extremamente confortável, em parte pela redução da inflação, enquanto os salários reais praticamente se estabilizaram (Tabelas 37 e 39).

#### **2.7.5. A Convergência para a Estabilidade e os Desafios para a Sustentabilidade Externa**

Apesar da convergência inflacionária, obtida gradualmente em 1993 e 1994 (Tabelas 36 e 38.2), as Tabelas 39 e 43 mostram a contrapartida em termos de valorização na taxa de câmbio real, da ordem de pelo menos 25% até o início de 1995, bem como a intensa modificação de preços relativos realizada, favorecendo os serviços e bens domésticos, e em prejuízo dos bens industriais e, em menor escala, dos salários reais.

Por outro lado, apesar da redução substancial das taxas de juros passivas (captação), as taxas na ponta do crédito ficaram elevadas por algum tempo, o que sugeria a existência de um custo elevado na intermediação financeira.

A assinatura de um acordo stand-by com o FMI reforçou a credibilidade do programa. Ademais, a perseguição de uma agenda ampla de reformas estruturais, já mencionada acima, melhorou o estado das expectativas e reforçou o equilíbrio fiscal até 1993 (Tabela 37). No entanto, o programa vem enfrentando desafios não desprezíveis.

**TABELA 42**  
**BALANÇO DE PAGAMENTOS DA ARGENTINA, 1990-1995**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995 (1º Sem.)	1995 (2º Sem.) (p)
Conta corrente	1.903	-2.832	-6.677	-7.288	-10.074	-1.564	-2.137
Balança Comercial	8.275	3.698	-2.637	-3.666	-5.805	832	139
Balança de Serviços (Reais)	-321	-925	-1.128	-1.146	-933	-477	153
Balança de Serviços (Financeiros)	-6.122	-5.634	-3.661	-2.922	-3.654	-2.160	-2.605
Transferências Unilaterais	71	29	749	446	318	241	176
Conta de Capital	-1.224	3.522	10.503	12.122	10.612	-1.404	2.916
Varição das Reservas Internacionais (+ aumento)	679	690	3.826	4.834	538	-2.968	779

(p) Dado Preliminar.

Fonte: Carta Econômica. BCRA. Extraído de FUNDACIÓN CEDEAL(1995).

TABELA 43

ARGENTINA: INDICADORES DE PREÇOS RELATIVOS, 1991-1995<sup>1/</sup>

	1991	1992	1993	1994				1995					
				I	II	III	IV	1º. Trim	Abril	Maio	Junho	4º Trim.	
Taxa de Câmbio Real <sup>2/</sup>													
Export. agro	94,8	92,8	89,5	91,5	90,3	88,6	87,7	86,4	84,9	84,8	84,9	n.d.	
Export. ind.	88,3	87,3	84,2	86,1	85,0	83,4	82,5	81,3	79,8	79,8	79,8	n.d.	
Importações	87,4	87,5	84,4	86,2	85,2	83,5	82,6	81,4	79,9	79,9	79,9	n.d.	
Livre	84,5	80,2	77,4	79,0	78,0	76,7	75,9	74,8	73,5	73,4	73,5	73,1	
Tarifas no IPC <sup>3/</sup>	88,1	89,5	94,2	90,9	91,3	95,0	99,7	99,0	99,2	99,8	100,4	100,5	
Salários reais <sup>3/</sup>	90,1	88,7	89,3	89,0	89,9	89,1	89,1	88,2	88,1	88,1	88,2	87,9	
Preços industriais <sup>3/,4/</sup>	74,0	67,0	65,4	64,8	65,7	65,4	65,6	66,2	69,0	69,2	69,2	68,0	
Serviços no IPC <sup>3/</sup>	110,6	113,7	116,9	116,6	117,3	117,1	116,4	117,4	118,4	118,3	118,5	116,7	

1/ Base março 1991=100

2/ Ajustados por índices de preços combinados (média entre o IPC e o IPA-excluindo produtos agrícolas)

3/ Ajustados pelo Índice de Preços ao Consumidor.

4/ Corresponde aos bens considerados no IPA-excluindo alimentos e bebidas.

Fonte: FUNDACIÓN CEDEAL(1995).

Os dois mais importantes têm sido a necessidade de ajustar os preços relativos, num contexto de grande rigidez de salários e preços nominais, bem como a reduzida flexibilidade fiscal associada ao esquema de conversibilidade monetária.

O primeiro aspecto deteve a inflação por algum tempo em um nível rígido (inflação estrutural ou "creeping inflation"), o que foi agravado pela ausência inicial de limites para a elevação dos preços dos bens domésticos e serviços (Tabela 44). Ademais, a necessidade de elevar as tarifas públicas, para viabilizar os investimentos privados, tenderia a aumentar a inflação até que viessem a se efetivar ganhos de produtividade. Enfim, tudo isso gerou uma sobrevalorização cambial ainda mais intensa.

Por outro lado, diante da necessidade de cobrir as necessidades fiscais imediatas, o programa de privatização constituiria uma "ponte" até que tenha sido restabelecido o crédito público, o que viabilizaria o financiamento interno e externo de eventuais déficits (Tabela 37). Contudo, a partir de 1994, os resultados fiscais voltaram a se deteriorar, o que pode vir a comprometer o esquema de "currency board", visto que a fragilidade bancária reduziu muito o espaço para concessão de crédito doméstico sem prejuízo da convertibilidade.

As importações, já ao final de 1991, exibiram aumento substancial, acompanhado de queda nas exportações de bens industrializados. As Tabelas 39 e 42 ilustram a deterioração no saldo da balança comercial, bem como o financiamento do balanço de pagamentos através de capitais externos, que em 1992 e 1993 levaram a um ganho líquido de reservas, paralelo ao processo de remonetização.

**TABELA 44**  
**INFLAÇÃO ACUMULADA NA ARGENTINA SOB O PLANO DE CONVERTIBILIDADE**

	Abril/1991 a Dezembro/1995
1. Índice de Preços ao Consumidor	61,3
Carnes, Frutas e Verduras	72,5
Bens Industriais	56,2
Serviços	89,1
Tarifas	62,1
Gastos de Residência	122,8
2. Índice de Preços por Atacado (excluindo produtos agrícolas)	14,4
3. Média de (1) e (2)	37,9

---

Fonte: FUNDACIÓN CEDEAL(1995)

Embora o governo pareça apostar na recuperação da competitividade através de reduções de custos e do aumento da eficiência, a dificuldade para ajustar as contas externas é preocupante, da mesma forma que nas fases finais da estabilização mexicana. Desta forma, não é improvável que a taxa de câmbio esteja em um nível insustentável a longo prazo.

As iniciativas para redução dos custos envolveram a flexibilização do mercado de trabalho, a redução nos preços da energia e o aumento na eficiência nos processos de produção e comercialização. Não obstante o risco de deterioração da posição externa esteja presente, a redução no nível de atividade já vem comprometendo a situação fiscal, especialmente pela queda das receitas, embora a despesa com juros também tenha crescido (Tabela 37).

Apesar das ameaças, o desenho de política econômica da Argentina é capaz de ensejar maior credibilidade interna e externa que o praticado no México, pois o espaço para políticas acomodáticas é muito pequeno, embora isto incremente os custos sociais e políticos e torne o risco potencial de desintegração social ou ruptura política mais forte.

Por outro lado, quando de seu lançamento, o grande objetivo implícito no programa era o de convencer os agentes econômicos de que a moeda nacional seria tão estável quanto o dólar norte-americano. Contudo, a Tabela 45 mostra que o crescimento médio mensal dos depósitos em moeda estrangeira superaram os realizados em moeda nacional, indicando que o grau de vulnerabilidade do modelo argentino é visto como significativo<sup>79</sup>. Deste

---

<sup>79</sup> LOPES(1991) e NAKANO(1991) fazem uma análise interessante do programa argentino, salientando, corretamente, que a perda eventual de importância da moeda nacional como reserva de valor representaria substancial redução na credibilidade e na eficácia do plano a longo prazo.

TABELA 45

ARGENTINA: EVOLUÇÃO DAS VARIÁVEIS NOMINAIS, ABRIL/1991 A SETEMBRO/1994

	Acumulado Abril/91 a Setembro/94		Var(%) média mensal nominal
	Nominal	Real*	
<b>Taxas de Juros</b>			
Em peso			
Caderneta de Poupança	25,2	-6,3	0,6
Prazo Fixo	49,2	11,6	1,0
Em moeda estrangeira			
Caderneta de Poupança	3,5 <sup>1/</sup>		2,0
Prazo Fixo	8,2 <sup>1/</sup>		0,5
<b>Depósitos em Moeda Nacional</b>			
Total	333,8	224,5	3,6
Conta Corrente	412,8	283,6	4,1
Caderneta de Poupança	217,8	153,7 <sup>2/</sup>	2,9
Prazo Fixo	394,5	231,5 <sup>2/</sup>	4,0
<b>Depósitos em Moeda Estrangeira</b>			
Total	542,0		4,6
À vista e em Caderneta de Poupança	449,8		4,2
Prazo Fixo	599,7		4,9
<b>M1</b>	364,2	247,2	3,8
<b>Base Monetária</b>	267,0	174,6	3,2
<b>Preços</b>			
Consumidor	57,6		1,1
Atacado	9,8		0,2
Combinado	33,7		0,7

\* Deflacionado pelo índice de preços combinado.

1/ Com informação somente desde maio/93.

2/ Deflacionadas por suas respectivas taxas de remuneração.

Fonte: BCRA e INDEC.

modo, enquanto a ameaça da hiperinflação parece afastada, a da dolarização permanece rondando o sistema financeiro argentino.

Qual a perspectiva do programa argentino ? Considerando que a taxa de câmbio real esteja efetivamente em posição insustentável a longo prazo, restam duas trajetórias: ou o governo desvaloriza o câmbio, o que poderia resultar numa séria crise financeira e na volta da inflação, ou suporta a deflação corretiva e seu custo social e político.

Com a deterioração do equilíbrio em conta-corrente, o serviço da dívida tende a pressionar o balanço de pagamentos, ao mesmo tempo que o aumento do risco reduz os fluxos de capitais. Isto força as taxas de juros para cima, o que reforça a retração no dispêndio e no nível de atividade, que deveria ser capaz, em tese, de disciplinar os preços e salários domésticos, realizando um ganho de competitividade a médio prazo. Há fortes indícios de que esta segunda opção está em ação desde meados de 1994.

Apesar desta luz no fim do túnel, dois fatores determinam uma alta fragilidade financeira externa, além da substituição monetária relacionada aos depósitos dolarizados<sup>80</sup> acima comentada.

O primeiro é a redução no ritmo de ingresso de capitais externos em 1994, relacionada com a elevação nas taxas de juros americanas, e reforçada pelo refluxo parcial no primeiro trimestre de 1995 em função da crise mexicana. Com a percepção dos riscos envolvidos na continuidade do programa, existe a probabilidade de que o país sofra em algum momento uma

---

<sup>80</sup> Na verdade, a abertura para depósitos em moeda estrangeira, embora possa agravar a situação em caso de colapso cambial, tende aparentemente a amenizar sintomas de deterioração, ao propiciar um instrumento de proteção aos agentes econômicos céticos.

súbita interrupção no financiamento externo. Como o déficit em conta-corrente anual é de quase 80% do valor das reservas internacionais<sup>81</sup>, alguma perturbação temporária pode transformar um ataque especulativo numa profecia auto-realizável, como parece ter ocorrido no México ao longo de 1994.

Em segundo lugar, a melhoria na balança comercial do país em 1995 esteve concentrada no aumento das exportações para o Mercosul, leia-se Brasil. A retração nas taxas de crescimento do Brasil, que ingressou na fase de ajustamento estrutural ao Plano Real, bem como a introdução de maior flexibilidade na taxa de câmbio nominal, podem ameaçar a capacidade da Argentina manter saldos comerciais positivos. Isto poderia abalar a posição externa e eventualmente a confiança dos investidores internacionais na sustentabilidade do plano de estabilização, resultando numa fragilização externa insustentável.

## **2.8. UMA PERSPECTIVA A PARTIR DAS EXPERIÊNCIAS EXAMINADAS**

Após a análise de cada experiência, buscamos reter alguns dos aspectos relevantes para a discussão crítica das bases e da gestão de um programa de estabilização, com vistas à análise do Plano Real realizada no capítulo 3.

Cabe salientar que em função da amostra apresentada ser ampla, daremos atenção especial às lições e questões críticas para o sucesso de

---

<sup>81</sup> A rigor, um coeficiente de vulnerabilidade deveria incluir também as amortizações anuais dos passivos externos.

programas voltados para o combate às inflações crônicas e extremas, como parece ser o caso brasileiro no início da década de 90.

Em primeiro lugar, fazemos um rápido resumo de cada experiência, visando inclusive retomar noções gerais sobre o tipo de fenômeno e a natureza da terapia.

Uma segunda dimensão refere-se às principais mensagens que se pode extrair quanto à estrutura da ancoragem nominal, ressaltando-se principalmente os papéis da taxa de câmbio e da política monetária e creditícia. Por fim, um terceiro conjunto de considerações enfatizará a aplicação dos mecanismos de coordenação de expectativas, bem como os efeitos da política fiscal e das reformas estruturais.

Podemos mencionar inicialmente algumas das lições gerais para o combate às inflações crônicas e extremas: i) considerações ligadas ao ataque à inércia inflacionária, bem como à busca de credibilidade, são relevantes; ii) a política fiscal restritiva é importante para evitar os efeitos reais das políticas monetária e creditícia muito apertadas, bem como para reduzir a vulnerabilidade da ancoragem cambial em casos de choques externos; iii) algumas reformas estruturais, como a liberalização comercial e as alterações ligadas à busca do equilíbrio fiscal estrutural, podem ser úteis para acelerar a desinflação; iv) é perigoso contar demasiadamente com uma ancoragem cambial, pois ela é muito sensível a mudanças no cenário internacional.

### 2.8.1. A Natureza Geral dos Processos e das Terapias

O caso boliviano constitui um processo hiperinflacionário desenvolvido na ausência de catástrofes, sendo uma oportunidade para a discussão sobre os finais súbitos destes processos.

Sua análise sugeriu que o modelo composto por estabilidade cambial e ajuste fiscal guarda boa aderência para aqueles episódios, mas que a idéia de mudança de regime e baixos custos de estabilização necessita ser qualificada, o que confirma a abordagem feita no capítulo 1 (especialmente no item 1.2).

Neste sentido, cabe destacar os custos incorridos antes da estabilização e aqueles de natureza estrutural, materializados alguns anos após a estabilização, e que são pouco comentados por Sargent. Já no aspecto conjuntural, não é possível avaliar a trajetória da atividade econômica e do emprego em função da presença de choques externos desfavoráveis.

A gestão da política cambial mostrou-se importante para firmar a credibilidade do programa, através da ação das autoridades para abortar um ataque especulativo ocorrido no início de 1986. Por outro lado, ficou explícito o dilema entre credibilidade e flexibilidade, devido à não utilização da alternativa de desvalorizar a taxa cambial para neutralizar o choque externo. Ademais, apesar da viabilidade política potencial dos programas aplicados a contextos hiperinflacionários, vê-se que a credibilidade não é um atributo exógeno ou dado de antemão, dependendo da condução e dos resultados iniciais do programa.

A experiência de Israel é uma das mais ricas acima analisadas<sup>82</sup>. O plano de estabilização é um representante da geração de programas heterodoxos, inaugurada com o Plano Austral em meados de 1985, representando uma oportunidade ímpar para averiguar o papel das políticas de rendas (2.8.3 adiante).

Embora o caso israelense esteja mais próximo ao padrão de economias pequenas e abertas, traços como grande sofisticação financeira e adaptação à inflação aproximam-no da experiência latino-americana, representando uma ilustração da natureza e da terapia dos processos de inflação crônica.

Apesar de atribuir-se o sucesso do programa israelense à utilização de âncoras múltiplas, não podemos esquecer a conjugação de circunstâncias exógenas que favoreceu sua implementação, tanto as de natureza externa, quanto as de economia política.

No que tange especificamente à dimensão internacional, a comparação com os programas aplicados na América Latina aponta para a importância da ajuda externa recebida<sup>83</sup>, ao mesmo tempo que a viabilização política de um pacto social foi fundamental para superar as dificuldades para o ajuste fiscal e a desindexação parcial dos salários<sup>84</sup>.

O México compartilha com a experiência de Israel aspectos relevantes a nível geopolítico, relacionados à participação dos EUA na renegociação da

---

<sup>82</sup> Um resumo simples e completo encontra-se em FISCHER(1987).

<sup>83</sup> Cabe lembrar que as dificuldades para a sustentação da taxa cambial foram importantes na gestão dos Planos Austral e Cruzado, e que o financiamento externo voluntário tornou-se factível para a maioria dos países da região apenas no início da década seguinte. Veja a este respeito, HEYMANN(1987) e MARQUES(1988).

<sup>84</sup> Uma vez mais, salientamos que Argentina e Brasil tinham de administrar conflitos mais agudos em diversos níveis, em função inclusive da redemocratização ainda jovem, o que dificultava a compatibilização das demandas sociais, comprometendo assim o equilíbrio fiscal e pressionando os salários reais.

dívida externa e na integração comercial, bem como elementos de economia política<sup>85</sup>, ligados à centralização do poder político e seu impulso à adoção de políticas de rendas. Embora não represente um caso clássico de inflação crônica, o México ilustra os conflitos para a manutenção da estabilidade de preços quando ocorrem choques externos significativos.

A incerteza quanto ao destino da estabilização mexicana, sustentada numa ancoragem cambial gradualista avalizada na formação de um bloco comercial com os EUA, coloca uma interrogação na eficácia da integração comercial e financeira a uma área de moeda estável como alternativa para a estabilidade de preços a longo prazo<sup>86</sup>.

Supõe-se em geral que a adesão a uma união monetária, ou que a vinculação de determinada moeda nacional a uma divisa estrangeira, possa “importar” a estabilidade. Embora a celebração de uma união monetária ou de uma união aduaneira<sup>87</sup> possa trazer ganhos dinâmicos, estratégicos e geopolíticos ponderáveis, não podemos deixar de considerar os custos associados a este tipo de compromisso.

Isto é especialmente verdade nas modalidades mais fracas, onde a cooperação multilateral ou bilateral é quase inexistente, como no caso de uma subordinação da política monetária aos rumos da economia internacional ou às

---

<sup>85</sup> Entre estes também é necessário reconhecer o papel da promessa de ascensão representada pelo NAFTA, como aspecto catalisador de apoios à resignação obstinada do governo, mesmo diante das baixas taxas de crescimento verificadas durante o esforço de convergência à inflação americana.

<sup>86</sup> Esta discussão aparece no contexto da adesão ou definição de uma área monetária ótima, sendo suscitada pela abordagem teórica iniciada nos anos 60. Um resumo sobre o assunto está contido em ISHIYAMA, Yoshihide.[1975]. The Theory of Optimum Currency Areas: A Survey, IMF Staff Papers, 22(2), July 1975.

<sup>87</sup> Neste caso, não supomos que venha a se formar um banco central comum, mas considera-se que exista um compromisso, embora não irrevogável, de estabilidade das taxas cambiais.

diretrizes e preferências de um país líder<sup>88</sup>, mas onde não há um compromisso político forte.

Do ponto de vista dos custos é importante considerar a não sincronização das políticas econômicas, que pode levar a uma assincronia entre o ajustamento dos países superavitários e deficitários<sup>89</sup>. Assim, tal estratégia pode levar à perda de controle sobre duas variáveis chaves, como as taxas de juros e de câmbio, em troca de um benefício duvidoso, especialmente se o país em questão não tiver qualquer influência na política monetária do bloco ou do país líder.

Por outro lado, a adesão a uma forma mais rígida de ancoragem cambial envolve a submissão da economia doméstica à natureza cíclica da economia mundial<sup>90</sup>. Este argumento poderia ser muito "acadêmico", especialmente no contexto da "pax-americana" dos anos 50 e 60, mas a instabilidade monetária e financeira típica dos mercados globalizados dos anos 90 parece dar cores vivas e sentido prático a esta noção<sup>91</sup>.

---

<sup>88</sup> A rigor, embora de natureza distinta, a subordinação da política monetária argentina à lógica da moeda-reserva (e por tabela aos EUA), sob a égide uma caixa de conversão, também apresenta limites similares aos da estratégia mexicana, embora envolva menor grau de coordenação bilateral pela não inclusão da Argentina no NAFTA. Tal opção, de forma similar ao que ocorria em etapas pretéritas e incipientes na CEE, poderia ser considerada uma "pseudo união cambial", Cf. ISHIYAMA, Yoshihide.[1975]. The Theory of Optimum Currency Areas: A Survey, IMF Staff Papers, 22(2), July 1975, pp. 369-370. Uma abordagem da questão está disponível em BATISTA JÚNIOR(1993b) e (1994).

<sup>89</sup> Em geral, a rigidez nominal de preços e salários tende a adicionar uma assimetria nos processos de ajustamento, fazendo com que seja muito mais difícil executar uma deflação nos países deficitários, do que uma inflação nos países superavitários.

<sup>90</sup> Uma forma de enxergar esta limitação é considerar que a convertibilidade é um atributo sustentável, especialmente hoje onde existem maiores obstáculos à deflação, apenas nas fases em que a economia mundial está em expansão, contexto no qual algumas nações podem até "importar" inflação. Como o cenário mundial é cíclico, a subordinação deve deixar a economia nacional mais vulnerável a estes movimentos, inclusive às fases contracionistas.

<sup>91</sup> Podemos interpretar a visão cética de KRUGMAN(1995), sobre a estabilização baseada no "Consenso de Washington", como envolvendo a instabilidade típica dos mercados globalizados, conjugada à adoção de uma união monetária ou cambial, mas na qual a cooperação bilateral é reduzida ou inexistente.

Desta forma, contar com uma associação a uma moeda estrangeira forte, especialmente de maneira unilateral, parece ser um recurso discutível e temporário para reduzir a inflação, enquanto as autoridades trabalham na implementação das mudanças essenciais na cultura e nas práticas de formação de preços e salários, bem como providenciam a obtenção do equilíbrio fiscal estrutural sem o recurso a taxas mais altas de inflação.

O caso chileno tem diversos aspectos relevantes, devido às condições peculiares e à diversidade das políticas implementadas, num processo que envolveu praticamente 15 anos.

De forma semelhante ao Brasil e à Argentina, o país passou uma fase prolongada de inflação crônica, e a ênfase em detê-la num período de grande instabilidade internacional deve explicar uma parte ponderável das dificuldades, pois trata-se de uma economia, entre as 3 citadas, que mais se aproxima do padrão de economia aberta e pequena<sup>92</sup>. Isto também está por trás da rápida melhora de indicadores na década de 80, quando o cenário internacional torna-se completamente favorável.

---

<sup>92</sup>Tratando-se de uma economia aberta e pequena é comum considerar-se oportuna a utilização de uma ancoragem cambial, que como já havíamos mencionado acima, representaria uma opção pela integração à economia internacional. Alguns autores inclusive relacionam explicitamente a natureza da escolha do regime cambial ao grau de integração do país à economia internacional, geralmente visualizado pela significância dos fluxos de comércio exterior e investimento estrangeiro. Assim, poder-se-ia falar nas economias pequenas e abertas, onde a estabilidade residiria na integração, e na convertibilidade com taxas fixas de câmbio, enquanto nas economias maiores e mais diversificadas, tal atributo dependeria da credibilidade e da autonomia das políticas domésticas, associada a um regime de câmbio flexível. Naturalmente, estas são opções didáticas mas polares, sendo que as modernas formulações com base em bandas cambiais representam versões híbridas e aperfeiçoadas. Enfoques relacionados à oposição entre convertibilidade e credibilidade estão contidos, por exemplo, em KEYNES(1971), GILMAN(1990), FRANCO(1991a) e MARTONE, YOSHINO & PASTORE(1993).

Por outro lado, sua experiência com ancoragem cambial mostra que mesmo a presença de disciplina fiscal é incapaz de tornar o programa consistente na presença de choques externos adversos, ou quando parece existir um desequilíbrio externo em gestação no início do plano. A avaliação dos custos da estabilização não parece ser favorável ao caso chileno, visto que o país viveu vários períodos de deterioração aguda no produto, emprego e salários reais.

Após a aparente desarticulação do programa cambial em 1982, a manutenção de uma economia relativamente desaquecida e de rigorosa disciplina fiscal foram fundamentais para fazer a inflação retornar aos 15-20% anuais, assemelhando-se a uma política gradualista convencional, onde a condução da política macroeconômica parece ter dependido criticamente de um contexto político autocrático.

Esta também é um pouco a problemática do PAEG, que se utilizou de uma política gradualista, embora combinada com elementos heterodoxos, para trazer a inflação de 100% para 20% anuais. A utilização conjunta de reformas estruturais e de mecanismos para acelerar a quebra da memória inflacionária representam um avanço em relação aos enfoques convencionais, mas o contexto político autoritário é frequentemente lembrado para desqualificar as lições do experimento.

A fase que se seguiu ao PAEG representou uma opção clara pelo adiamento da convergência inflacionária para valores de um dígito anual<sup>93</sup>, o

---

<sup>93</sup> Mas é interessante salientar que a liberação das políticas monetária, creditícia e cambial só se deu após o ajuste das finanças públicas e a redução do grau de indexação. De qualquer forma, é muito difícil saber o momento certo para considerar encerrada a crise de estabilização e iniciar a expansão econômica. Uma das

que deu espaço para a retomada do crescimento econômico, no bojo da conclusão das reformas estruturais para reconstrução do padrão de financiamento dos investimentos.

Neste contexto, a indexação seletiva<sup>94</sup> para o câmbio, títulos públicos e instrumentos de captação de poupança, bem como a recuperação de graus de liberdade na política comercial<sup>95</sup>, deram uma sobrevida à convivência com patamares de inflação em torno de 20% anuais<sup>96</sup>.

A terapia antiinflacionária ortodoxa utilizada nos anos 70, tanto na Argentina, quanto no Chile, e sob a égide de regimes militares, ilustra as dificuldades para convergência inflacionária em países marcados pela inflação crônica. Juntamente com a vulnerabilidade das alternativas cambiais, isto sugere que programas mais flexíveis, onde são utilizadas várias âncoras ou existe maior coordenação para quebra das expectativas inflacionárias, poderiam ser mais indicados para viabilizar social e politicamente a desinflação.

---

dificuldades decorre da forte oposição dos agentes econômicos ao processo pedagógico de ajuste paulatino das expectativas inflacionárias, o que sugere que a súbita reinflação pode reativar a economia, mas provavelmente comprometendo a obtenção de ganhos adicionais em termos de redução inflacionária. É possível imaginar que o prolongamento da desaceleração fosse desaconselhável para um governo autocrático, para o qual o progresso econômico aparecia como uma das únicas janelas de legitimação.

<sup>94</sup> A experiência chilena, já na fase gradualista de 1983-1988, também parece ter mantido um certo grau de indexação sobre uma gama de contratos e preços, o que reflete um enfoque mais preocupado em neutralizar os efeitos da inflação, deixando a superação de suas causas para um segundo momento.

<sup>95</sup> Houve em 1969 uma revisão parcial na liberalização comercial adotada em 1967, que havia envolvido uma ampla consolidação da estrutura tarifária.

<sup>96</sup> A abordagem de MARTONE(1970) e SOARES(1986) sugere que as autoridades após 1967 relegaram a busca da estabilidade de preços, assumindo o objetivo de refuncionalizar o processo inflacionário, ou seja, efetuar a recuperação do papel da inflação como mecanismo redistributivo e de mobilização de financiamento para o investimento público e privado.

A experiência argentina foi muito influenciada pela ancoragem cambial. Após o colapso da "tablita" ao final dos anos 70, o país passou uma década de instabilidade política e alta inflação, sendo que a ocorrência de surtos hiperinflacionários<sup>97</sup>, a partir da deterioração do processo de inflação extrema, atribuiu ainda mais importância à taxa de câmbio como parâmetro para a formação de preços e salários.

O agravamento da resistência inflacionária nos processos de inflação extrema, cujas características foram mencionadas no capítulo 1, conduziu a Argentina a um programa radical de âncora cambial<sup>98</sup>, que parece buscar a reprodução da terapia recomendada para o final das hiperinflações.

A disseminação do uso de moedas estrangeiras naquele país é apontada como elemento que elimina a necessidade de instrumentos de coordenação para preços e salários, enquanto que a supressão quase total da existência de política monetária autônoma é um recurso quase desesperado para recuperar a confiança na moeda nacional e ensejar a reconstrução do padrão de financiamento do Estado Nacional<sup>99</sup>.

---

<sup>97</sup> A profundidade do processo de mudanças institucionais e estruturais, em grande parte como substrato à estabilização empreendida na primeira gestão Menem, parece mais inteligível à luz do desgaste de décadas de estagnação econômica e instabilidade política, mas também é relevante a brutal e concentrada desarticulação social provocada por alguns anos de hiperinflação.

<sup>98</sup> Para uma análise crítica do Plano de Convertibilidade, aplicado em 1991, veja também TOLEDO(1992).

<sup>99</sup> SILVA(1993) faz uma defesa interessante da opção radical por um padrão monetário, como a taxa cambial fixa com conversibilidade, onde esta aparece como forma de desencadear um processo de recuperação das finanças públicas, em última instância, condição para a reconstrução da confiança numa moeda fiduciária. A nosso ver, a necessidade de adotar uma regra monetária exógena e quase definitiva para obrigar o ajuste fiscal estrutural, ao invés da opção por desenhos mais flexíveis de ancoragem nominal, tem aspectos controversos. Isto inclusive, conforme sugerido adiante no capítulo 4, teria estabelecido uma divisão entre alguns dos autores que influenciaram a formulação do Plano Real, contrapondo os caminhos da convertibilidade e da credibilidade.

### 2.8.2. A Complexa Questão da Ancoragem Nominal

Em termos de ancoragem nominal, a primeira constatação refere-se ao papel importante que a taxa cambial assume na quase totalidade dos programas. No entanto, curiosamente daí não se segue que as estabilizações ocorreram devido ao maior compromisso ou ênfase na perseguição da estabilidade cambial. Ao contrário, nosso exame sugere que os casos mais bem sucedidos foram aqueles onde a estabilidade da taxa cambial era uma medida contingente e flexível de acordo com as circunstâncias do programa, exceção feita preliminarmente ao caso argentino, comentado adiante.

Esta conclusão parece paradoxal à primeira vista, sendo contrária não só à opinião de inúmeros analistas, como ao juízo de uma parte do grande público. A chave para o entendimento desta questão é a dicotomia entre flexibilidade e credibilidade, já discutida ao final do capítulo 1 (itens 1.5 e 1.7).

Neste sentido, quanto mais firme for a adesão à taxa cambial, maior poderá ser a velocidade de convergência da inflação, mas também maior será o risco de colapso em caso de mudança abrupta e desfavorável nas condições externas<sup>100</sup>. De fato, como a maioria dos programas examinados foi implantada após o início da década de 70, é razoável considerar que nossa visão está muito influenciada pela instabilidade da economia internacional no período.

Por outro lado, analisando especificamente a dinâmica dos programas onde a taxa cambial é claramente a âncora básica, parecem confirmar-se a presença dos fatos estilizados mais marcantes levantados no capítulo 1, como

---

<sup>100</sup> Pode-se associar a discussão entre flexibilidade e credibilidade ao debate contrapondo regras e políticas discricionárias ("rules X discretion").

valorização cambial, elevação das importações de bens duráveis de consumo, deterioração da balança comercial, podendo tal evolução determinar inclusive uma dependência em relação à poupança externa. Ademais, mostrou-se dominante a trajetória de expansão pronunciada, seguida de posterior retração no dispêndio e no nível de atividade. Curiosamente, é como se o próprio desenvolvimento dos programas centrados na ancoragem cambial engendrasses as condições capazes de questioná-los ou inviabilizá-los<sup>101</sup>.

O programa de convertibilidade argentino merece uma menção especial, dentre os programas com âncora cambial. Sua lógica envolve a abolição quase completa da capacidade do BC criar crédito doméstico, bem como a retirada da taxa cambial, pelo menos durante um certo período de tempo, do elenco de medidas para promover um ajuste no balanço de pagamentos<sup>102</sup>.

Isto torna a política monetária endógena à evolução do balanço de pagamentos, de modo similar ao contexto do padrão-ouro, requerendo portanto não só que a política fiscal assuma um papel central, mas que traços como a flexibilidade nominal de preços e salários estejam presentes e ativos, de modo a obter o equilíbrio externo e interno.

---

<sup>101</sup> Como comentamos anteriormente, a ancoragem cambial parece extremamente sólida a nível de estática comparativa, mas na dinâmica não é incomum que os programas acabem sendo abandonados ou fracassem. Um recente e interessante trabalho, REINHART & VÉGH(1996), embora tomando um conceito de ancoragem cambial mais amplo que o nosso, faz uma racionalização deste resultado.

<sup>102</sup> A auto-limitação gerada pela adesão a uma regra tão draconiana reduziu a flexibilidade das autoridades diante de circunstâncias e eventos imprevistos, mas ao mesmo tempo resgatou boa parte da credibilidade perdida em décadas de programas fracassados, o que vem na direção de enfatizar as vantagens do compromisso ou da adesão a regras, em contraposição aos desenhos discricionários. No entanto, como vimos acima, a vulnerabilidade externa da estrutura adotada pode, dependendo dos choques a que a economia se submeter, mostrar a insustentabilidade da obediência à promessa, residindo em parte aí o dilema em torno da escolha do grau ótimo de compromisso com a estabilidade de preços.

Vimos que o processo de desaceleração iniciado na Argentina em meados de 1994, e agravado em 1995 com a crise mexicana, apesar do impacto disciplinador nos preços dos bens domésticos e da mão-de-obra, pode não ser eficaz para melhorar a competitividade externa na velocidade e magnitude requeridas. Por outro lado, o desaquecimento despertou novamente o problema do financiamento do déficit fiscal, o que dado o contexto de fragilidade financeira e bancária determinada pela crise externa<sup>103</sup>, pode vir a colocar a convertibilidade em risco.

Uma vez mais fica claro que a dependência em relação à situação externa favorável é um traço sistemático dos programas com ancoragem cambial, independentemente de sua natureza específica<sup>104</sup>. Porém, o desejo de evitar o viés deflacionista do esquema de caixa de conversão ("currency board") acaba impulsionando o governo a endividar-se no exterior, o que pode até irrigar o sistema, mas às custas de uma fragilidade adicional ao vincular-se as políticas cambial e fiscal.

Já os desenhos mais flexíveis, como os que simulem uma ancoragem múltipla, também não são isentos de dificuldades. Uma das mais importantes diz respeito aos dilemas envolvidos na busca de algum controle monetário,

---

<sup>103</sup> Sabe-se que a estrutura dos "currency boards" é vulnerável a crises e pânico bancários, pois as autoridades monetárias estão muito limitadas na concessão de assistência ao sistema financeiro doméstico. No caso específico da crise mexicana de 1995, a contração dos depósitos do público nas instituições argentinas, conjugada à redução do lastro via perda de reservas internacionais, fragilizou o esquema de convertibilidade. Ademais, a insegurança instaurada movimentou recursos na direção de instituições vistas como mais sólidas e conservadoras, como as estrangeiras e as maiores, estimulando a contração da oferta de crédito, num ambiente em que o grau de risco já parecia representar inibição significativa, agravando assim a recessão. Detalhes em FUNDACIÓN CEDEAL(1995) e (1996).

<sup>104</sup> Veja a este respeito BATISTA JÚNIOR(1993b) e (1994).

pois num regime onde a taxa cambial não é flexível surgem divergências quanto ao agregado que deve merecer a atenção das autoridades.

O caso israelense representa uma alternativa interessante, onde apesar do estímulo à remonetização<sup>105</sup>, existiu uma preocupação com o crescimento dos agregados monetários e creditícios amplos, patenteada na utilização de controles quantitativos sobre o crédito, bem como na elevação das alíquotas dos depósitos compulsórios sobre os ativos financeiros, de sorte a manter as taxas de juros reais consideravelmente altas<sup>106</sup>.

No entanto, as medidas governamentais também criam dificuldades. Uma delas é a abertura de uma cunha entre as taxas de captação e aplicação, o que pode estimular a desintermediação financeira e provocar ciclos de inadimplência<sup>107</sup> em cadeia (pessoas físicas, firmas, bancos, etc). Tais processos, que podem envolver insolvência e deterioração sistêmica dos setores produtivos e do sistema bancário<sup>108</sup>, tendem a requerer atuação

---

<sup>105</sup> O incentivo à remonetização não parece conduzir necessariamente a um aumento no consumo ou na estocagem especulativa de bens, moedas estrangeiras ou ativos reais. O controle do processo pode ser mantido através de uma política creditícia, na qual o custo de oportunidade das decisões referidas seja claramente positivo quando comparado à taxa de inflação esperada. Por outro lado, a remonetização tende a reduzir os custos quase-fiscais e o ônus da dívida pública interna, além de contribuir para a maior eficácia da política monetária a médio prazo. LOPES(1989) faz uma análise interessante sobre a forma como Israel tratou as aplicações líquidas de curto prazo, sugerindo que isto aumentou a eficácia da política monetária.

<sup>106</sup> A questão das taxas de juros elevadas é realmente muito complexa, sendo que BRUNO(1993) reconhece que a restrição monetária e creditícia excessiva pode ter sido um dos equívocos da gestão do programa israelense de 1985.

<sup>107</sup> Embora as medidas restritivas possam sinalizar para o compromisso do governo e a sustentabilidade da estabilização, inibindo comportamentos especulativos, a trajetória de expansão da economia, bem como a situação econômica desfavorável em que a estabilidade coloca alguns setores e empresas, podem levar a uma certa insensibilidade das ações individuais à mensagem do governo. Em tal situação, quanto menor a elasticidade, maiores os danos em termos de inadimplência e menores os efeitos restritivos desejados.

<sup>108</sup> As intensas crises financeiras vividas no México em 1982, bem como na Argentina e no Chile após o fracasso das "tablitas", mostram que tais desdobramentos podem decorrer não só de políticas monetárias muito restritivas, mas também de um colapso no mercado cambial, especialmente quando teve lugar um aprofundamento no mercado de

governamental sob várias formas, mas esta pode ser mais difícil se não existir espaço a nível da política fiscal<sup>109</sup>.

Por outro lado, não podemos esquecer que o ajuste à estabilidade de preços possui uma dimensão pedagógica, envolvendo uma fase, às vezes chamada de crise de estabilização, onde tende a ocorrer uma desaceleração econômica.

Tal processo de convencimento e aprendizagem envolve, de um lado, a frustração das decisões tomadas pelos caronas ou franco-atiradores<sup>110</sup>, geralmente com base na expectativa de insustentabilidade do programa, o que frequentemente passa por descontos e promoções no atacado e no varejo, por uma queda nos preços dos ativos, e desvalorizações em frações de capital. Por outro lado, o processo reflete-se na busca de um aumento na eficiência e na produtividade da economia, de modo a facilitar a convivência com a rigidez nominal e com a inexistência de acomodação automática das políticas econômicas a aumentos nos custos.

Assim, diante de um contexto de conflito estratégico entre governo e setor privado, a flexibilidade excessiva em termos de ancoragem pode ser

---

crédito devido ao ingresso maciço de capitais estrangeiros. Veja KAMINSKY, G. L. & REINHART, C. M.[1996]. The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. Mimeo, 10 fev. 1996.

<sup>109</sup> PITERMAN(1989) faz uma excelente discussão destes aspectos para a economia israelense, ressaltando os ajustes estruturais e os efeitos das políticas restritivas sobre o setor produtivo em geral, especialmente na construção civil, na agricultura, e nos serviços de saúde. Na verdade, ocorrendo sintomas de crise e desestruturação nas cadeias de concessão de crédito, é provável que a política monetária e creditícia enfrente uma relativa assimetria, sendo relativamente impotente para provocar uma expansão no dispêndio e no nível de atividade a curto prazo.

<sup>110</sup>Como vimos no capítulo 1, uma das propriedades dos mecanismos de coordenação de expectativas é reduzir a incerteza sobre a trajetória da economia, de modo a reduzir o incentivo a comportamentos especulativos socialmente indesejáveis, como os dos caronas ("free-riders"). Contudo, mesmo a presença de tais mecanismos é incapaz de abolir tal fenômeno dos programas, sendo inclusive observadas flutuações de preços relativos associáveis à ação dos franco-atiradores.

acompanhada de menor esforço para adaptar as práticas de formação de preços e salários, sendo adiadas as eventuais desvalorizações cambiais “endógenas” e os ganhos em termos de diminuição da inflação.

Nesta direção, as abordagens mais flexíveis trazem a desvantagem adicional de deixar maior margem de arbítrio para as autoridades, especialmente nos casos onde haja conflito potencial entre as diversas metas nominais ou que o programa enfrente perturbações exógenas. Num cenário assim, pode haver prejuízo para a credibilidade do programa, na linha da mensagem extraída do debate entre regras e políticas discricionárias<sup>111</sup>.

Uma abordagem flexível na condução das políticas econômicas têm sido empregada em Israel e no Chile no início da década de 90. No entanto, tal estratégia é iniciada após a fase de gestão conjuntural, como forma de gerenciar a etapa de transição estrutural rumo à estabilidade de preços, configurando assim um ajustamento paulatino a taxas de inflação cadentes, mas claramente na direção de um dígito anual.

Tais esquemas são engenhosos, na medida que representam a manutenção de espaços para ajustes de preços relativos e alguma flexibilidade cambial em resposta a ingressos de capitais externos, ao mesmo tempo que caracterizam uma fuga ao dilema entre flexibilidade e credibilidade, evitando-se a formação de desequilíbrios importantes no setor externo da economia.

Porém, a formação das expectativas inflacionárias permanece “ancorada” em metas de inflação preanunciadas, perseguidas através das

---

<sup>111</sup> Colocado numa perspectiva dinâmica, o caso argentino reflete uma perda de eficácia de programas mais flexíveis sob um contexto de inflação extrema, onde restou às autoridades a alternativa de aderir a uma regra, oferecendo uma “garantia excedente”

políticas monetária e fiscal. Neste sentido, tal flexibilização, embora similar à fase de convivência inflacionária que seguiu o PAEG, procura minimizar o espaço para políticas acomodatórias, não podendo-se dizer que tais sistemas levem a uma ausência de âncora nominal<sup>112</sup>.

Resultados empíricos sugerem que Israel e Chile<sup>113</sup> recuperaram a capacidade de usar a desvalorização cambial como instrumento para afetar a taxa de câmbio real<sup>114</sup>. Tal êxito dependeu de um processo mais ou menos prolongado e com custos reais, envolvendo a desindexação e a mudança nas práticas de formação de preços e salários, mas que viabilizou a etapa seguinte de flexibilização. O México parece ter atingido o mesmo estágio, mas não se utilizou desta flexibilidade para o manejo da taxa de câmbio.

---

("overcommitment") para vencer o ceticismo da sociedade. Veja por exemplo DWYER JÚNIOR(1994).

<sup>112</sup> Isto é importante, pois nos casos de inflação crônica o desenvolvimento das práticas de acomodação e convivência com a inflação acabam deixando a economia sem âncora nominal, estando a taxa de inflação indeterminada. A nosso ver, esta era a situação do Brasil antes de junho de 1994, sendo o tema tangencialmente abordado no capítulo 3. A este respeito veja MARTONE(1984), que curiosamente desde então já caracterizava o regime monetário brasileiro como hiperinflacionário, bem como PASTORE(1995a).

<sup>113</sup> Cf. seção 2.3.5 acima, e LEIDERMAN & BUFMAN(1995).

<sup>114</sup> Poder-se-ia argumentar que isto indicaria haver certo grau de "ilusão monetária" por parte dos formadores de preços e salários, de modo que generalizadamente seriam mantidas cláusulas nominais a despeito de variações nos preços-chave e no nível geral de preços. Tal fenômeno relaciona-se à discussão do capítulo 17 da Teoria Geral de J.M. Keynes, onde há referência à natureza circular dos atributos monetários, ou seja, a moeda parece ter as propriedades desejáveis porque preços fundamentais, como os salários, o câmbio e os preços públicos, seriam fixados monetariamente (nominalmente). Os episódios onde é estabelecida a credibilidade de uma moeda conservam algum mistério, que guarda certa analogia ao fascínio em torno da origem da moeda. Embora não esqueçamos a natureza cultural, social e até antropológica destes fenômenos, sugerimos ser possível estabelecer-se uma percepção típica da lógica de mercado, onde cada agente saiba (tenha aprendido) que sua ação tende a ser frustrada se não sancionada socialmente. Assim, caso as políticas governamentais não assumam uma postura complacente por definição, e se a fatia de mercado dos produtores domésticos for contestada pelo comércio internacional, a sociedade pode acabar enxergando, mesmo depois de certo período de tempo, variações em salários e preços específicos como independentes da trajetória do nível geral de preços. Uma abordagem algo distinta, mas interessante do tema está em SAYAD(1992).

### 2.8.3. Coordenação de Expectativas, Política Fiscal e Reformas Estruturais

No que tange ao emprego de mecanismos de coordenação de expectativas, bem como aos resultados assim obtidos, a evidência levantada é bastante heterogênea<sup>115</sup>. Bolívia e Argentina(1991) não parecem ter utilizado este tipo de instrumento, o que é parcialmente explicado pelo elevado grau de dolarização alcançado por seus sistemas de preços e pagamentos.

Já Israel, México e o PAEG fizeram uso de mecanismos distintos, como o pacto social com controles de preços e salários, ou a alteração do padrão de indexação de salários e preços para a inflação futura. O Chile parece ter utilizado instrumentos de mercado para viabilizar a quebra da memória inflacionária, o que pode explicar os custos não desprezíveis incorridos.

As variedades caracterizadas pela negociação social de controles de preços e salários, como nos casos de México e Israel<sup>116</sup>, requereram, por parte das instituições envolvidas, capacidade de representação e aglutinação de interesses, o que pode explicar a menor eficácia ou inviabilidade da aplicação

---

<sup>115</sup> Um traço interessante foi a dificuldade para localizarmos qualquer tentativa envolvendo o emprego de moedas indexadas, o que parece confirmar as advertências quanto aos riscos envolvidos na sua utilização, conforme discutido na seção item 1.6.3 acima.

<sup>116</sup> LOPES(1989) sugere que no caso de Israel a dolarização de uma parcela dos pagamentos e das formas de conservar a riqueza também facilitou a estabilização. Novamente poderíamos invocar as propriedades típicas de uma economia aberta e pequena, e sua indicação para terapias voltadas para a ancoragem cambial. Contudo, um traço específico da realidade israelense, ligado à maior coordenação social e política formada em torno do objetivo de evitar o desemprego, viabilizou uma ancoragem mais diversificada, onde coube papel significativo às políticas de rendas. Tal tendência, aparentemente mais difundida em sociedades maduras e socializadas, está representada no subtítulo do famoso livro de Michael Bruno, inspirado na experiência do país: "teraphy by consensus". Cabe lembrar, contrariamente, que no México no máximo tratar-se-ia de um consenso bastante impregnado por traços autoritários.

destes instrumentos, especialmente em contextos de maior fragmentação social e política, confirmando o tratamento dado ao tema no capítulo 1.

Todavia, parece consolidada a noção de que a aplicação de algum tipo de mecanismo de coordenação de expectativas tende a realizar a desindexação da economia com custos sociais e políticos suportáveis pois, mesmo quando há maior dolarização dos sistemas econômicos, ocorrem variações dramáticas nos preços relativos e tende a existir lenta convergência inflacionária. Isto sugere que o tratamento das inflações extremas, ou seja, dos processos onde o grau de sincronização de preços ainda não é máximo, tem de envolver mecanismos de coordenação de expectativas, bem como âncoras nominais, como racionalizado ao final do capítulo 1.

No que concerne à aplicação efetiva das políticas de rendas, aparecem alguns aspectos distintivos em cada experiência. Por exemplo, no caso de Israel, não podemos dizer que a alteração nos esquemas de indexação salarial tenha levado a uma queda do salário real. Já nos casos comparáveis do México e do Austral argentino, ou no Chile sem política de rendas, houve um achatamento dos salários reais<sup>117</sup>. Alguma recuperação ocorreu no caso chileno, com a retomada do crescimento econômico, mas esta foi muito pouco significativa no caso do México, e menos ainda no da Argentina (1991)<sup>118</sup>.

Por outro lado, os efeitos sobre os salários ajudam a explicar a dimensão e a existência de uma defasagem no surgimento de uma bolha de

---

<sup>117</sup> Naturalmente, a eficácia dos instrumentos heterodoxos não está relacionada diretamente ao achatamento salarial, ou vice-versa.

<sup>118</sup> Isto parece consistente com a idéia de que um compromisso firme com a taxa cambial e com uma regra exógena de criação de moeda seria capaz de alterar mais rapidamente as práticas de formação de preços e salários.

demanda. Assim, nos casos mexicano e no Austral teria havido menor aumento no dispêndio, concentrado após um ano de programa, enquanto no caso de Israel<sup>119</sup>, a expansão teve efeitos mais intensos<sup>120</sup>.

Contudo, diferentemente da dinâmica típica dos programas cambiais<sup>121</sup>, os aumentos no dispêndio e no nível de atividade tendem a ser contrarestados nos programas flexíveis<sup>122</sup>, dada a presença de alguns elementos típicos de uma ancoragem monetária<sup>123</sup>, o que parece contribuir para uma redução na dimensão do auge e para uma antecipação da desaceleração.

Outra marca dos programas de estabilização em geral<sup>124</sup>, embora mais notada naqueles que tenham utilizado mecanismos de coordenação de expectativas, é um padrão muito particular de mudança nos preços relativos<sup>125</sup>, favorecendo os preços dos serviços em geral e dos produtos diferenciáveis.

---

<sup>119</sup> BRUNO(1993) reconhece que as autoridades israelenses, juntamente com os negociadores privados, parecem ter sido muito pessimistas quanto à trajetória de queda da inflação, o que teria ocasionado um aumento inesperado do salário real. Tal prevenção quanto à eficácia do programa parece comum quando já tiveram lugar experimentos fracassados.

<sup>120</sup> Este parece ter sido também o caso do Plano Cruzado, onde teve lugar um aumento inicial e geral nos salários reais, embora a lentidão para flexibilização dos controles de preços possa ter criado uma substancial demanda especulativa, Cf. MARQUES(1988).

<sup>121</sup> Nos programas cambiais, a expansão da demanda e da atividade econômica é determinada também pela política monetária endógena, no bojo da convergência das taxas de juros internas para as taxas internacionais.

<sup>122</sup> Exceção feita àqueles episódios onde as políticas de rendas são instrumentos sobreutilizados ou claramente emergenciais, não vindo acompanhadas de qualquer austeridade fiscal e monetária.

<sup>123</sup> De fato, como mencionado no item 2.1, a opção por um modelo de âncora monetária pura parece ser pouco significativa. Dos casos mostrados no Quadro 2, o programa chileno de 1973, às vezes classificado como tal, bem como os planos Collor I (Brasil) e Bonex (Argentina), são mais sugestivos de opções destinadas a preparar a economia para uma etapa seguinte, através da atuação sobre o déficit e o endividamento público, ou sobre a interrelação entre desequilíbrio monetário e fiscal. No entanto, os casos do Peru e da República Dominicana merecem ser melhor estudados. Uma rica discussão sobre uma eventual proposta de ancoragem monetária para o Brasil está em LUNDBERG(1993).

<sup>124</sup> A natureza geral desta dinâmica pode ser ilustrada pelo caso argentino, onde a política de rendas esteve completamente ausente.

<sup>125</sup>Veja seção 1.6.4 acima.

Ademais, é nítida a tendência para elevação nos preços dos produtos e na remuneração da mão-de-obra transacionados em condições competitivas, ou seja, nas quais a oferta e a demanda tende a ser muito mais determinante que os controles governamentais ou as convenções contratuais, direção que é reforçada pela existência de um aumento na demanda agregada. As variações de preços e salários relativos verificadas acabam respondendo por uma parcela significativa da inflação residual que acompanha alguns destes programas.

Cabem algumas reflexões sobre o papel da política fiscal. De modo geral, corroborando a abordagem do capítulo 1, a mais imediata fonte de recuperação dos resultados fiscais é a própria redução da inflação, que eleva as receitas públicas.

No entanto, em certos programas, a política fiscal assumiu claramente um caráter contracionista logo na entrada do programa, como nos casos do Chile (em todas as etapas), PAEG e Israel, ou já nos primeiros anos de implementação, como no México e na Argentina(1991)<sup>126</sup>. Desta forma, a janela de oportunidade aberta com a estabilização parece ter sido suficiente para solucionar a equação política em torno do ajustamento das finanças públicas, embora em alguns programas possam ter aparecido déficits em situações de desaceleração econômica<sup>127</sup>.

---

<sup>126</sup> O caso da “tablita” argentina do final dos anos 70 sugere uma situação onde a ausência de restrição fiscal agravou as dificuldades de financiamento externo, geralmente cruciais neste tipo de plano.

<sup>127</sup> A noção relevante para efeitos analíticos parece ser a de déficit público ciclicamente ajustado. Este conceito revelou não haver desequilíbrio fiscal estrutural em 1989 no caso israelense. Acreditamos ser esta também a situação da Argentina após 1994, e do México após 1993.

De modo geral, a presença de uma política fiscal restritiva gerou uma combinação mais equilibrada de instrumentos de política econômica, permitindo liberar mais cedo as políticas restritivas, ou reduzindo as dosagens necessárias em termos de ancoragem cambial e monetária. Ademais, abre-se um espaço para o aumento na demanda privada, que geralmente segue a estabilização. Portanto, o suporte da política fiscal é importante instrumento de coordenação das políticas econômicas, evitando que haja uma polarização quanto à configuração das políticas monetária e cambial<sup>128</sup>.

Aparentemente, apenas a experiência israelense envolveu uma dose mais forte de políticas monetária e creditícia, mas não podemos esquecer que isto se deveu tanto a uma reação defasada ao boom de consumo<sup>129</sup>, como também a um abuso temporário da política cambial na passagem do segundo para o terceiro ano do programa. De qualquer modo, a existência de uma folga na execução fiscal também viabilizou o manejo dos efeitos reais da overdose monetária.

Alguns elementos menos usuais também mostraram-se importantes em certas situações ou países, como a obtenção de tratamento mais favorecido

---

<sup>128</sup> É provável, como ocorreu no caso israelense, que tal polarização conduza a um conflito no seio da política econômica governamental, por exemplo, sob a forma de uma disputa de prioridades, contrapondo, de um lado, os defensores de um recuo mais forte nos índices de inflação e, de outro, os proponentes de políticas monetárias e cambiais expansionistas, a fim de compensar ou evitar os efeitos dos ajustes estruturais nos níveis de emprego e produção.

<sup>129</sup> Como vimos no final do capítulo 1, a ação compensatória das autoridades, especialmente no caso dos efeitos expansionistas ensejados pela estabilização, envolve dilemas difíceis de sanar, e às vezes acarreta outras dificuldades. Um exemplo disto é a redução da eficácia dos controles creditícios, no sentido contracionista, quando há mobilidade de capitais. Neste contexto, o ingresso de recursos externos tende a criar canais de financiamento à margem do sistema bancário, enquanto a dose mais alta de controles agrava as dificuldades dos segmentos empresariais que não podem dispor deste acesso. Uma análise dos dilemas da política monetária e creditícia em Israel está em BARKAI, Haim.[1990]. The Role of Monetary Policy in Israel's 1985 Stabilization Effort. International Monetary Fund, IMF Working Paper nº 29, apr. 1990.

para o endividamento interno e externo<sup>130</sup>, incluindo ou não a existência de ativos líquidos associados à rolagem da dívida pública<sup>131</sup>. Neste sentido, o plano Bonex<sup>132</sup>, a renegociação da dívida externa mexicana e outros episódios de rolagem, renegociação ou suspensão de dívidas (e.g. Bolívia), parecem ter influenciado não só na sustentação do equilíbrio externo, como na busca de uma política fiscal consistente.

Do ponto de vista das reformas estruturais<sup>133</sup>, destacam-se aquelas empenhadas na consecução do equilíbrio fiscal estrutural<sup>134</sup>, como a privatização<sup>135</sup>, a reforma tributária, as mudanças na repartição dos gastos e

---

<sup>130</sup> A questão do sobreendividamento ou do “debt overhang” foi discutida no item 1.4 acima.

<sup>131</sup> Neste caso, além da óbvia implicação fiscal, existem as consequências de natureza monetária, que apontam, por exemplo, para o fato da existência de ativos curtos e indexados reduzir a eficácia potencial da política monetária, além de torná-la réfem da política fiscal quando os déficits públicos requerem volumes crescentes de financiamento. Acreditamos que o tratamento especial aos ativos líquidos foi importante no caso israelense, e em certa medida no Bonex argentino, mas sua relevância é sensivelmente maior no caso do Plano Real, como veremos no capítulo 3. Sobre esta discussão consulte GARCIA(1994b), ZINI JÚNIOR(1994), ALMONACID, LOPES & PESSÓA(1995a) e (1995b), LATIF(1995a) e (1995b), PASTORE(1995a) e (1995b) e SACHS & ZINI JÚNIOR(1995).

<sup>132</sup> No que tange ao caso brasileiro é difícil evitar a menção aos ganhos fiscais e ao impulso nas reformas estruturais, obtidos a partir do Plano Collor I aplicado em 1990.

<sup>133</sup> Uma opção claramente pouco discutida e mencionada, exceção feita a BRUNO(1993), é a reforma política, ou seja, a mudança e valorização dos processos democráticos de representação política. Acreditamos ser esta iniciativa ainda mais relevante no contexto latino-americano, onde a fragmentação social e política é mais arraigada, destacando-se, entre os países com inflação extrema, o caso brasileiro. Uma das vantagens potenciais desta reforma é o aumento da capilaridade do processo político aos anseios do cidadão comum e das camadas mais pobres, em geral subrepresentadas, mas que são justamente as mais afetadas pela deterioração do poder de compra da moeda.

<sup>134</sup> Temos que endossar um certo ceticismo para com algumas reformas, especialmente as de conteúdo claramente jurídico-institucional e de índole privatista, como a desregulamentação, que podem até gerar efeitos alocativos, mas cuja contribuição para a estabilização é discutível ou modesta. Outra alternativa frequentemente mencionada é a flexibilização das relações de trabalho, a nosso ver mais eficaz para reduzir a informalidade, do que para ensejar aumentos significativos de competitividade. É pouco frequente encontrar abordagens que analisem os efeitos e a eficácia de algumas das reformas, o que torna a discussão repleta de julgamentos ideológicos, não sendo este autor exceção. Uma postura pessimista sobre o assunto está em KRUGMAN(1995).

<sup>135</sup> Em geral são vários os ganhos invocados na defesa dos processos de privatização, como as vantagens gerais ligadas à despolitização da gestão empresarial e da política tarifária, bem como ao incentivo a ganhos de eficiência. Ademais, quando o setor público

receitas públicas, as reformas administrativas, bem como as alterações no sistema previdenciário, que parecem envolver também uma preocupação com o aumento da taxa de poupança privada<sup>136</sup>.

Em outra dimensão, são dignos de nota os processos de liberalização comercial e financeira, que foram utilizadas particularmente como instrumento para promover a eficácia de uma ancoragem cambial. No entanto, a abertura comercial tem sido uma medida quase geral, mesmo em programas mais flexíveis. Sua eficácia parece relacionada à capacidade de reduzir o espaço para resistência e o grau de inércia na formação dos preços internos dos setores oligopolizados e dos bens sujeitos ao comércio internacional<sup>137</sup>.

Já medidas profundas de liberalização financeira externa constituem um instrumento mais específico, só recomendado em contextos onde seja requerido um compromisso mais forte com a estabilidade, especialmente através de uma âncora cambial<sup>138</sup>.

Neste sentido, a permissão para realizar contratos e cotar preços em geral, bem como efetuar ou manter depósitos e aplicações em moedas estrangeiras, pode aumentar a confiança aparente no programa, dado que oferece um canal de proteção aos agentes econômicos contra desvalorizações

---

está em crise financeira, a desmobilização de ativos pode ser transformada em abatimento de dívida, gerando benefício permanente ao erário, ao mesmo tempo que as oportunidades de investimento serão financiadas diretamente com recursos privados.

<sup>136</sup>Na maioria das vezes, o argumento citado é de natureza empírica e referido à experiência chilena, não estando claros, porém, os canais pelos quais este resultado seria sólido e significativo a nível teórico.

<sup>137</sup>Veja por exemplo OLIVEIRA & TOLEDO(1994).

<sup>138</sup>Isto não impediria avanços localizados e medidas liberalizantes recomendadas por uma ótica microeconômica, como parece ser o caso brasileiro de 1991-1994, onde a abertura veio na frente da estabilização macroeconômica, mas trouxe ganhos alocativos importantes, apesar das dificuldades para gestão monetária e fiscal relacionadas ao ganho acelerado de reservas internacionais. O debate será tangencialmente tocado no

imprevistas na moeda nacional. No entanto, caso estas sejam inevitáveis, a vulnerabilidade a médio prazo acaba crescendo, não só pela fuga mais acentuada da moeda nacional, como também pela eficácia mais reduzida de uma desvalorização cambial.

Tais limitações são aparentemente importantes para a situação argentina em 1995-1996, o que torna pouco provável uma desvalorização cambial e/ou o abandono da regra de conversibilidade. De qualquer modo, este elevado grau de rigidez sugere que este tipo de alternativa será vislumbrada apenas sob condições muito específicas, como movimentos especulativos claramente não contornáveis, mas provavelmente a mudança de regime cambial teria que ocorrer sob a égide de um programa de suporte financeiro bilateral ou multilateral.

## BIBLIOGRAFIA PARA CONSULTA

- ABRAMS, Richard K. & CORTÉS-DOUGLAS, Hernán.[1993].** Introduction of a New National Currency: Policy, Institutional and Technical Issues. International Monetary Fund, IMF Working Paper nº 49, June 1993.
- AC PASTORE & ASSOCIADOS.[1994].** O Real e o Câmbio Flutuante. Informe nº 1/94, 15 jul. 1994.
- AFONSO, José Roberto Rodrigues & CARVALHO, Luiz Gonzaga de.[1994].** A Tentativa de Ajuste Fiscal através do Fundo Social de Emergência. Rio de Janeiro, IPEA/GAC, Nota Técnica, *Boletim Conjuntural Trimestral*, nº 27, out. 1994.
- AGÉNOR, Pierre-Richard.[1994].** Credibility and Exchange Rate Management in Developing Countries. *Journal of Development Economics*, 45(1), 1994.
- AGÉNOR, Pierre-Richard & TAYLOR, Mark P.[1992].** Testing for Credibility Effects. *IMF Staff Papers*, 39(3), sept. 1992.
- ALBUQUERQUE, Pedro Henrique Esteves.[1994a].** Modelos com Mecanismos de Correção de Erros (MCE) para Previsão de M1: Resultados para Formas Funcionais Alternativas. Banco Central do Brasil, Texto para Circulação Interna DEPEC/COPEC nº 200-A, jun. 1994.
- ALBUQUERQUE, Pedro Henrique Esteves.[1994b].** *Do Agente Microeconômico à Função Macroeconômica: Uma Proposta para a Agregação com Exemplos*. Universidade de Brasília, Departamento de Economia, Dissertação de Mestrado, 1994, pp. 71-83.
- ALMEIDA JÚNIOR, Mansueto Facundo de.[1995].** *Abordagem da Produtividade na Determinação da Taxa de Câmbio*. São Paulo, FEA-USP, Dissertação de Mestrado, out. 1995, capítulo 3.
- ALMONACID, Ruben D.[1995].** La Crisis Mexicana y sus Implicaciones para el Mercosul. Cadernos do Instituto Atlântico nº 6: Política Monetária, maio 1995.
- ALMONACID, Ruben D. & LOPES, Luís F. E.[1995].** Âncoras Nominais e Programas de Estabilização: Algumas Considerações sobre Experiências Recentes. Cadernos do Instituto Atlântico nº 6: Política Monetária, maio 1995.
- ALMONACID, Ruben D., LOPES, Luís F. E. & PESSÔA, Samuel.[1995a].** Os Ingredientes para uma Boa Política Monetária. Cadernos do Instituto Atlântico nº 6: Política Monetária, maio 1995.

- ALMONACID, Ruben D., LOPES, Luís F. E. & PESSÔA, Samuel.[1995b].** Que Política Monetária É Esta ? Cadernos do Instituto Atlântico nº 6: Política Monetária, maio 1995.
- AMADEO, Edward J.[1994].** Distributive and Welfare Effects of Inflation and Stabilization. Paper apresentado no Seminário: "Macroeconomic, Structural and Social Policies for Growth: The Evolving Latin American Experience", Brasil, Rio de Janeiro, Mangaratiba, 16-19 mar. 1994.
- ARAÚJO, Aloísio Pessoa de & FEIJÓ FILHO, Cypriano Lopes.[1993].** Bandas de Câmbio: Teoria, Evidência Empírica e sua Possível Aplicação no Brasil. Convênio BCB/FGV, Relatório Final, 05 nov. 1993, capítulo 1.
- ARAÚJO JÚNIOR, José Tavares.[1996].** Concorrência, Competitividade e Política Econômica. In: *BAUMANN [NEVES], Renato (Org.) O Brasil e a Economia Global, Campus e SOBEET, 1996.*
- ARIDA, Pérsio & RESENDE, André Lara.[1986].** Inflação Inercial e Reforma Monetária. In: *ARIDA, Pérsio (Org.). Inflação Zero: Brasil, Argentina, Israel, Paz e Terra, 1986.*
- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE NORMAS TÉCNICAS (ABNT).[1989-1993].** Normas Brasileiras Registradas (NBR). diversos números, 1989-1993.
- ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DO MERCADO ABERTO (ANDIMA).[1994].** *Plano Real.* out. 1994.
- BACHA, Edmar Lisboa.[1994].** O Fisco e a Inflação: Uma Interpretação do Caso Brasileiro. *Revista de Economia Política*, 14(1), jan./mar. 1994.
- BACHA, Edmar Lisboa & CARNEIRO, Dionísio Dias.[1992].** Stabilization Programs in Developing Countries: Old Truths and New Elements. PUC-RJ, Texto para Discussão Interna nº 290, oct. 1992.
- BAER, Werner & PAIVA, Cláudio.[1996].** O Plano Real. In: *BAER, Werner (Ed.). A Economia Brasileira, Nobel, 1996.*
- BANCO CENTRAL DO BRASIL.[1990-1993].** Brasil Programa Econômico. diversos números, 1990-1993.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL.[1992].** RELATÓRIO: 1992. Brasília, 1992.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL.[1993a].** [Diretoria de Política Monetária]. A Reentrada dos Países da América Latina nos Fluxos Internacionais de Capital: Algumas Considerações. Mimeo, 1993.

- BANCO CENTRAL DO BRASIL.[1993b].** Departamento de Operações de Mercado Aberto (DEMAB). Consultoria de Planejamento, Normas e Sistemas (CONSI). A Execução da Política Monetária: Uma abordagem sobre os Procedimentos do Banco Central. [Rio de Janeiro], CONSI Divulgações nº 6 , dez. 1993.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL.[1993-1995].** Boletim do Banco Central do Brasil. volumes 29-31, diversos números, 1993-1995.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL.[1994].** Considerações sobre o "Fundo Social de Emergência" e a Liberação de Dotações do Orçamento de 1994. Departamento Econômico, DIFIN/SUPOF, Mimeo, 11 fev. 1994.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL.[1995].** PAI e Plano Real: Resumo dos Principais Normativos, jan/93 a ago/95. Departamento Econômico, DIFIN, Mimeo, 30 out. 1995.
- BARBOSA, Fabio & GIAMBIAGI, Fabio.[1995].** O Ajuste Fiscal de 1990-93: Uma Análise Retrospectiva. *Revista Brasileira de Economia*, 49(3), jul./set. 1995.
- BARBOSA, Fernando de Holanda.[1992].** Hiperinflação: Câmbio, Moeda e Âncoras Nominais. Rio de Janeiro, FGV/EPGE, Ensaio Econômico nº 201, nov. 1992.
- BARBOSA, Fernando de Holanda.[1993].** Hiperinflação e Estabilização. *Revista de Economia Política*, 13(4), out./dez. 1993.
- BARROSSI FILHO, Milton & SUGANUMA, Ricardo.[1994].** Algumas Considerações acerca da Reconstrução da Moeda Nacional. São Paulo, IPE-USP, Texto para Discussão Interna nº 02/94, mar. 1994.
- BARROS, Aluizio A. de.[1995].** Conselho da Moeda: O Que É e Como Funciona ? *Revista de Economia Política* 15(2), abr./jun. 1995.
- BATISTA JÚNIOR, Paulo Nogueira.[1992].** Keynes e a Estabilização do Marco Alemão nos anos 20. In: *BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello & BATISTA JÚNIOR, Paulo Nogueira (Orgs.). A Luta pela Sobrevivência da Moeda Nacional: Ensaio em Homenagem a Dilson Funaro*, Paz e Terra, 1992.
- BATISTA JÚNIOR, Paulo Nogueira.[1993a].** Crise Monetária, Reforma Fiscal e Dolarização da Economia. São Paulo, FGV-EAESP, Departamento de Economia, Texto para Discussão Interna nº 24, mar. 1993.
- BATISTA JÚNIOR, Paulo Nogueira.[1993b].** Dolarização, Âncora Cambial e Reservas Internacionais. *Revista de Economia Política*, 13(3), jul./set. 1993.

- BATISTA JÚNIOR, Paulo Nogueira.[1993c].** Reforma Monetária com Âncora Interna: Uma Alternativa à Dolarização. Rio Grande do Sul, Fundação de Economia e Estatística, *Indicadores Econômicos: Análise Conjuntural*, ago. 1993.
- BATISTA JÚNIOR, Paulo Nogueira.[1994].** A Armadilha da Dolarização. São Paulo, FGV-EAESP, Departamento de Economia, Texto de Discussão Interna nº 35, fev. 1994.
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello & ALMEIDA, Júlio Sérgio Gomes de.[1990].** Crise e Reforma Monetária no Brasil. *São Paulo em Perspectiva*, 4(1), jan./mar. 1990.
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello & ALMEIDA, Júlio Sérgio Gomes de.[1992].** A Questão da Dolarização. In: *BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello & BATISTA JÚNIOR, Paulo Nogueira (Orgs.). A Luta pela Sobrevivência da Moeda Nacional: Ensaios em Homenagem a Dilson Funaro*, Paz e Terra, 1992.
- BENNETT, Adam G.G.[1993].** The Operation of the Estonian Currency Board. *IMF Staff Papers*, 40(2), June 1993.
- BLEJER, Mario I. & CHEASTY, Adrienne.[1988].** High Inflation, Heterodox Stabilization, and Fiscal Policy. *World Development*, 16(8), 1988.
- BOMBERGER, William A. & MAKINEN, Gail E.[1980].** Indexation, Inflationary Finance, and Hyperinflation: The 1945-1946 Hungarian Experience. *Journal of Political Economy*, 88(3), 1980.
- BOMBERGER, William A. & MAKINEN, Gail E.[1988].** A Hiperinflação Húngara e a Estabilização de 1945-1946. In: *REGO, José Márcio (Org.). Hiperinflação: Algumas Experiências*, Paz e Terra, 1988.
- BRANDÃO, Carlos.[1989].** A Dívida Pública Interna: Seus Problemas e Soluções(I e II). *Conjuntura Econômica*, out. e nov. 1989.
- BRANSON, William H.[1979].** Exchange Rate Dynamics and Monetary Policy. In: *LINDBECK, Assar (Ed.). Inflation and Employment in Open Economies*, North Holland, 1979.
- BRASIL.[1993].** Ministério da Fazenda. Exposição de Motivos nº 395. Brasília, 7 dez. 1993.
- BRASIL.[1994a].** Ministério da Fazenda/MPS/MTb/SAF/EMFA/SEPLAN/MJ. Exposição de Motivos Interministerial nº 47. Brasília, 27 fev. 1994.
- BRASIL.[1994b].** Emenda Constitucional nº 1. Brasília, 1 mar. 1994.
- BRASIL.[1994c].** Ministério da Fazenda/SEPLAN/MJ/MTb/MPS/MS/SAF. Exposição de Motivos Interministerial nº 205. Brasília, 30 jun. 1994.

- BRASIL.[1994d].** Ministério da Fazenda, Exposição de Motivos nº 206 de 30.06.1994. Diário Oficial da União, 1 jul. 1994.
- BRUNO, Michael.[1986].** A Estabilização da Economia Israelense: O Programa de Emergência em seu Estágio Inicial. *In: ARIDA, Pérsio (Org.). Inflação Zero: Brasil, Argentina, Israel, Paz e Terra, 1986.*
- BRUNO, Michael.[1991].** High Inflation and the Nominal Anchors of an Open Economy. Princeton University, Essays in International Finance nº 183, June 1991.
- BRUNO, Michael.[1993].** *Crisis, Stabilization and Economic Reform: Therapy by Consensus.* Clarendon, Oxford, 1993, capítulos 1 e 8.
- BRUNO, Michael & MERIDOR, Leora (Rubin).[1991].** The Costly Transition from Stabilization to Sustainable Growth: Israel's Case. *In: BRUNO, Michael et al. (Ed.). Lessons of Economic Stabilization and Its Aftermath, MIT, 1991.*
- BRUNO, Michael & PITERMAN, Sylvia.[1988].** Israel's Stabilization: A Two-Year Review. *In: BRUNO, Michael et al. (Ed.). Inflation Stabilization: The Experience of Israel, Argentina, Brazil, Bolivia e México, MIT, 1988.*
- CALAFELL, Javier Guzmán.[1993].** Políticas Monetaria y Cambiaria ante Ingresos Elevados de Capitales Externos: El Caso de Mexico. CEMLA, *Monetaria*, 16(1), ene./mar. 1993.
- CALVO, Guillermo.[1991].** The Perils of Sterilization. *IMF Staff Papers*, 38(4), dec. 1991.
- CALVO, Guillermo A. & VÉGH, Carlos A.[1990].** Credibility and the Dynamics of Stabilization Policy: A Basic Framework. International Monetary Fund, IMF Working Paper nº 90/110, nov. 1990.
- CALVO, Guillermo A. & VÉGH, Carlos A.[1992].** Inflation Stabilization and Nominal Anchors. *In: BARTH, Richard C. & WONG, Chorng-Huey (Eds.). Approaches to Exchange Rate Policy: Choices for Developing and Transition Economies, Papers Presented at the Seminar on Exchange Rate Policies in Developing and Transition Economies, IMF Institute, 3-11 dec. 1992.*
- CALVO, Guillermo A. & VÉGH, Carlos A.[1994].** Estabilizacion en Paises de Inflacion Cronica: El Marco Conceptual. Banco Central del Uruguay, Jornadas Internacionales de Economia, Montevideo, 8-9 ago. 1994.

- CALVO, Guilherme A., LEIDERMAN, Leonardo & REINHART, Carmen M.[1993a].** Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors. *IMF Staff Papers*, 40(1), mar. 1993.
- CALVO, Guilherme A., LEIDERMAN, Leonardo & REINHART, Carmen M.[1993b].** The Capital Inflows Problem: Concepts and Issues. International Monetary Fund, Paper on Policy Analysis and Assessment nº 93/10, july 1993.
- CALVO, Guilherme A., LEIDERMAN, Leonardo & REINHART, Carmen M.[1993c].** Formulating a Policy Response: Reply to Snowden. *IMF Staff Papers*, 40(4), dec. 1993.
- CANAVESE, Alfredo J.[1992].** Hyperinflation and Convertibility Based Stabilization in Argentina. Trabalho Apresentado na Conferência Internacional: Brasil e Argentina, Parceria para os Anos Noventa. São Paulo, FEA-USP, 27 jan. 1992.
- CARDOSO, Eliana A. & DORNBUSCH, Rudiger.[1987].** Brazil's Tropical Plan. *Papers and Proceedings of the American Economic Association* , 77(2), may 1987.
- CARDOSO, Fernando Henrique.[1993].** Discurso em Sessão Plenária do Senado Federal. Brasília, 4 nov. 1993.
- CARNEIRO, Dionísio Dias.[1994].** Adaptação Inflacionária, Política Monetária e Estabilização. PUC-RJ, Texto para Discussão Interna nº 314, mar. 1994.
- CARVALHO, Carlos Eduardo.[1992a].** Liquidez e Choques Antiinflacionários. In: *BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello & BATISTA JÚNIOR, Paulo Nogueira (Orgs.). A Luta pela Sobrevivência da Moeda Nacional: Ensaio em Homenagem a Dilson Funaro, Paz e Terra, 1992.*
- CARVALHO, Carlos Eduardo.[1992b].** Âncora Cambial, Conversibilidade e Dolarização. In: *BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello & BATISTA JÚNIOR, Paulo Nogueira (Orgs.). A Luta pela Sobrevivência da Moeda Nacional: Ensaio em Homenagem a Dilson Funaro, Paz e Terra, 1992.*
- CARVALHO, Carlos Eduardo.[1993].** Liquidez dos Haveres Financeiros e Zeragem Automática do Mercado. *Revista de Economia Política*, 13(1), jan./mar. 1993.

- CARVALHO, Fernando José Cardim de.[1993].** Sobre Âncoras, Diques e Outras Metáforas na Estratégia de Estabilização de Preços. Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia Industrial, *Boletim de Conjuntura*, 13(3), out. 1993.
- CASTRO, Paulo Rabello & RONCI, Márcio V.[1988].** Vantagens de um Sistema de Câmbio Flexível Administrado para o Brasil. *Revista Brasileira de Comércio Exterior*, 4(20), nov./dez. 1988.
- CLAESSENS, Stijn & GOOPTU, Sudarshan.[1994].** Os Países em Desenvolvimento Conseguirão Manter os Ingressos de Capital Externo ? Fundo Monetário Internacional, *Finanças e Desenvolvimento*, set. 1994.
- CORBO, Vittorio & SOLIMANO, Andrés.[1991].** Chile's Experience with Stabilization Revisited. In: *BRUNO, Michael et al. (Ed.). Lessons of Economic Stabilization and Its Aftermath, MIT, 1991.*
- CORDEN, W. Max.[1992].** Exchange Rate Policy in Developing Countries. In: *BARTH, Richard C. & WONG, Chorng-Huey (Eds.). Approaches to Exchange Rate Policy: Choices for Developing and Transition Economies, Papers Presented at the Seminar on Exchange Rate Policies in Developing and Transition Economies, IMF Institute, 3-11 dec. 1992.*
- COSTA, Ericson S.[1992].** A Conta de Capital e Políticas Macroeconômicas. Banco Central do Brasil, Texto de Circulação Interna DEPEC/COPEC nº 105, jun. 1992.
- COSTA E SILVA, José Ricardo.[1993].** A Experiência do Ajustamento Mexicano. Banco Central do Brasil, Texto de Circulação Interna DEPEC/COPEC nº 176, 12 nov. 1993.
- CUKIERMAN, Alex., KIGUEL, Miguel A. & LIVIATAN, Nissan.[1992].** How Much to Commit to an Exchange Rate Rule ? Balancing Credibility and Flexibility. The World Bank, Public Policy Research Working Paper nº 931, July 1992.
- CUNHA, Alexandre Barros da.[1994a].** A inconsistência entre Controle Monetário, Taxas de Juros Estáveis e Acumulação de Reservas Internacionais em um Contexto de Desequilíbrio Fiscal. Banco Central do Brasil, Rio de Janeiro, DERJ/NUPEC, Mimeo, fev. 1994.
- CUNHA, Alexandre Barros da.[1994b].** As Transferências Inflacionárias em 1991, 1992 e 1993. Banco Central do Brasil, Rio de Janeiro, DERJ/NUPEC, Mimeo, mar. 1994.

- CYSNE, Rubens Penha (Ed.).[1995a].** Política Cambial e o Saldo em Conta Corrente do Balanço de Pagamentos. Anais do Seminário realizado em 08.12.1994, Rio de Janeiro, FGV/EPGE, Ensaio Econômico nº 259, mar. 1995.
- CYSNE, Rubens Penha (Ed.).[1995b].** Aspectos Macroeconômicos da Entrada de Capitais. Anais do Seminário realizado em 08.12.1994, Rio de Janeiro, FGV/EPGE, Ensaio Econômico nº 260, mar. 1995.
- CYSNE, Rubens Penha (Ed.).[1995c].** Política Monetária: A Transição do Modelo Atual para o Modelo Clássico. Anais do Seminário realizado em 09.12.1994, Rio de Janeiro, FGV/EPGE, Ensaio Econômico nº 262, mar. 1995.
- DALL'ACQUA, Fernando.[1990?].** Reforma Monetária da Alemanha em 1948. [São Paulo], Mimeo, [1990?].
- DEVLIN, Robert., FFRENCH-DAVIS, Ricardo & GRIFFITH-JONES, Stephany.[1994].** Repunte de los Flujos de Capital y el Desarrollo: Implicaciones para las Políticas Económicas. Naciones Unidas/CEPAL, Santiago do Chile, Serie Financiamento del Desarrollo nº 26, ago. 1994.
- DIMENSTEIN, Gilberto & SOUZA, Josias de.[1994].** *A História Real: Trama de uma Sucessão.* Ática e Folha de São Paulo, 1994.
- DORNBUSCH, Rudiger.[1982].** Stabilization Policies in Developing Countries: What Have We Learned. *World Development* , 10(9), 1982.
- DORNBUSCH, Rudiger.[1985].** Stopping Hyperinflation: Lessons from the German Experience of the 1920's. National Bureau of Economic Research, Working Paper nº 1675, 1985.
- DORNBUSCH, Rudiger.[1990a].** Experiences with Extreme Monetary Instability. MIT, Mimeo, mar. 1990.
- DORNBUSCH, Rudiger.[1990b].** A Strategy for Stabilization in Peru. MIT, Mimeo, aug. 1990.
- DORNBUSCH, Rudiger & SIMONSEN, Mário Henrique.[1987].** *Inflation Stabilization with Incomes Policy Support: A Review of the Experience in Argentina, Brazil and Israel.* The Group of Thirty, New York, 1987.
- DORNBUSCH, Rudiger & WERNER, Alejandro.[1994].** Mexico: Stabilization, Reform and No Growth. *Brookings Papers on Economic Activity*, nº 1, 1994.
- DORNBUSCH, Rudiger & WOLF, Holger.[1990].** Monetary Reform in the 1940's. MIT, Mimeo, aug. 1990.

- DWYER JR, Gerald P.[1994].** Reglas y Discreción en la Política Monetaria. *Boletim del CEMLA*, mar./abr. 1994.
- EDWARDS, Sebastian.[1992a].** Exchange Rate as Nominal Anchors. National Bureau of Economic Research, Working Paper n° 4246, dec. 1992.
- EDWARDS, Sebastian.[1992b].** Exchange Rate Misalignment in Developing Countries. In: *BARTH, Richard C. & WONG, Chorng-Huey (Eds.). Approaches to Exchange Rate Policy: Choices for Developing and Transition Economies, Papers Presented at the Seminar on Exchange Rate Policies in Developing and Transition Economies, IMF Institute, 3-11 dec. 1992.*
- FANELLI, José María & MACHINEA, José Luis.[1994].** El Movimiento de Capitales en Argentina. Naciones Unidas/CEPAL, Santiago do Chile, Serie Financiamiento del Desarrollo n° 25, ago. 1994.
- FFRENCH-DAVIS, Ricardo., AGOSIN, Manuel & UTHOFF, Andras.[1994].** Movimientos de Capitales, Estrategia Exportadora y Estabilidad Macroeconómica en Chile. Naciones Unidas/ CEPAL, Santiago do Chile, Serie Financiamiento del Desarrollo n° 23, ago. 1994.
- FIELEKE, Norman S.[1993].** International Capital Transactions: Should They Be Restricted ? International Monetary Fund, IMF Paper on Policy Analysis and Assessment n° 93/20, dec. 1993.
- FISCHER, Stanley.[1986].** Exchange Rate versus Money Targets in Desinflation. In: *FISCHER, Stanley (Ed.). Indexing, Inflation and Economic Policy, MIT, Cambridge (MA), 1986.*
- FISCHER, Stanley.[1987].** Stopping High Inflation: The Israeli Stabilization Program, 1985-6. *Papers and Proceedings of the American Economic Association* , 77(2), may 1987.
- FLOOD, Roberto P. & MARION, Nancy P.[1991].** Exchange Rate Regime Choice. International Monetary Fund, IMF Working Paper n° 91/90, sept. 1991.
- FORT, G. le.[1994].** The Chilean Experience in Financial Development and Macroeconomic Stability: 1975-1992. CEMLA, *Money Affairs*, 2(1), jan./june. 1994.
- FRANCO, Gustavo H.B.[1987].** "Reformas" Fiscais e o Fim de Quatro Hiperinflações. *Revista Brasileira de Economia*, 41(4), out./dez. 1987.
- FRANCO, Gustavo H.B.[1988a].** Hiperinflação no Brasil: Mecanismos e Possibilidades. PUC-RJ, Mimeo, mar. 1988.

- FRANCO, Gustavo H. B.[1988b].** O Imposto Inflacionário durante Quatro Hiperinflações. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 18(2), ago. 1988.
- FRANCO, Gustavo H.B.[1989a].** Inércia e Coordenação: Pactos, Congelamentos e seus Problemas. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 19(1), abr. 1989.
- FRANCO, Gustavo H.B.[1989b].** O Milagre do "Rentenmark": Uma Experiência Bem Sucedida com Moeda Indexada. *Revista Brasileira de Economia*, 43(3), jul./set. 1989.
- FRANCO, Gustavo H.B.[1991a].** Dolarização, Conversibilidade e Estabilização: Padrões e Possibilidades. Rio Grande do Sul, Fundação de Economia e Estatística, *Indicadores Econômicos: Análise Conjuntural*, ago. 1991.
- FRANCO, Gustavo H.B.[1991b].** Dolarização: Mecanismos, Mágicas e Fundamentos. PUC-RJ, Texto para Discussão Interna nº 266, ago. 1991.
- FRANCO, Gustavo H.B.[1993a].** Alternativas de Estabilização: Gradualismo, Dolarização e Populismo. *Revista de Economia Política*, 13(2), abr./jun. 1993.
- FRANCO, Gustavo H.B.[1993b?].** O Fracasso do Gradualismo e Alguns Aspectos Críticos de um Programa de Dolarização. [Rio de Janeiro], Estudos APEC, [1993?].
- FRANCO, Gustavo H.B.[1995].** *O Plano Real e Outros Ensaios*. Francisco Alves, Rio de Janeiro, 1995.
- FRANCO, Gustavo H.B. & AMADEO, Edward J.[1990].** Inflação e Preços Relativos no Plano Collor: Avaliação e Perspectivas. PUC-RJ, Texto para Discussão Interna nº 250, out. 1990.
- FRANCO, Gustavo H.B. & PARCIAS JÚNIOR, Carlos.[1991].** Inflação, Clientela e Preços Relativos. *Revista de Economia Política*, 11(3), jul./set. 1991.
- FREITAS, Carlos Eduardo de.[1990].** Implicações de uma Flexibilidade Cambial no Brasil. In: *A Inserção Internacional do Brasil nos Anos 90, volume 1, Conselho Regional de Economia de São Paulo e Fundação Sistema Estadual de Análise de Dados (SEADE), São Paulo, maio 1990.*
- FREITAS, Carlos Eduardo de.[1996].** Liberdade Cambial no Brasil. In: *BAUMANN [NEVES], Renato (Org.). O Brasil e a Economia Global, Campus e SOBEET, 1996.*

- FUNDACIÓN CEDEAL**, Centro Español de Estudios de América Latina. [1993-1996]. *Situación Latinoamericana: Informes de Coyuntura Económica, Política y Social*. Anos 3-5, diversos números, 1993-1996.
- GARCIA, Márcio G.P.**[1994a]. Avoiding Some Costs of Inflation and Crawling toward Hyperinflation: The case of the Brazilian Domestic Currency Substitute. National Bureau of Economic Research, Universities Research Conference on Monetary Policy, 30 apr. 1994.
- GARCIA, Márcio G.P.**[1994b]. Política Monetária e Cambial: Algumas Lições do Período Recente para o Real. PUC-RJ, Texto para Discussão Interna nº 330, dez. 1994.
- GARCIA, Márcio G.P.**[1995]. Política Monetária, Depósitos Compulsórios e Inflação. *Revista de Economia Política*, 15(2), abr./jun. 1995.
- GARCIA, Márcio G.P. & CARNEIRO, Dionísio Dias.**[1993]. Capital Flows and Monetary Control under a Domestic Currency Substitution Regime: The Recent Brazilian Experience. IDRC Network Meeting, 06 aug. 1993.
- GIAMBIAGI, Fabio.**[1994]. O Programa de Estabilização de Raymond Poincaré. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 24(3), dez. 1994.
- GILMAN, Martin G.**[1990]. Em Busca da Conversibilidade Monetária. Fundo Monetário Internacional, *Finanças e Desenvolvimento*, set. 1990.
- GOLDMAN SACHS.**[1994]. Economic Research: Brazil and Argentina Contents. aug. 1994.
- GONÇALVES, Reinaldo.**[1990]. Estabilização Macroeconômica e o Imposto sobre a Riqueza. ANPEC, Anais do 18º Encontro Nacional de Economia, volume 2, 1990.
- GONÇALVES, Reinaldo.**[1996]. Globalização Financeira, Liberalização Cambial e Vulnerabilidade Externa da Economia Brasileira. In: *BAUMANN [NEVES], Renato (Org.). O Brasil e a Economia Global*, Campus e SOBEET, 1996.
- GUERRA JÚNIOR, Wagner T. de A.**[1993]. Alternativas para a Política de Estabilização no Brasil. Banco Central do Brasil, São Paulo, DESPA/REPEC, Mimeo, ago. 1993.
- GUERRA JÚNIOR, Wagner T. de A.**[1994]. Mercado Cambial: Legislação e Desdobramentos Recentes. Banco Central do Brasil, Departamento Econômico, DIBAP, Mimeo, jan. 1994.

- GUITIÁN, Manuel.[1992].** The Choice of Exchange Rate Regime. *In: BARTH, Richard C. & WONG, Chorong-Huey (Eds.). Approaches to Exchange Rate Policy: Choices for Developing and Transition Economies, Papers Presented at the Seminar on Exchange Rate Policies in Developing and Transition Economies, IMF Institute, 3-11 dec. 1992.*
- HABDA, Fernando Antônio.[1994].** Caixas de Conversão. *Revista de Economia Política, 14(1), jan./mar. 1994.*
- HANKE, Steve H. & SCHULER, Kurt.[1991].** Ruble Reform: A Lesson from Keynes. *Cato Journal, 10(3), winter 1991.*
- HAYASHI, Lauro Teruo & GUERRA JÚNIOR, Wagner T.de A.[1993].** Reflexões sobre a Questão da Taxa de Juros no Brasil. Banco Central do Brasil, Departamento Econômico, Texto para Discussão Interna, out. 1993.
- HEYMANN, Daniel. [1987].** The Austral Plan. *Papers and Proceedings of the American Economic Association, 77(2), may 1987.*
- INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (IPEA).[1994-1995a].** Rio de Janeiro, Grupo de Acompanhamento Conjuntural, *Carta de Conjuntura Mensal*, diversos números, 1994 e 1995.
- INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (IPEA).[1994-1995b].** Rio de Janeiro, Grupo de Acompanhamento Conjuntural, *Boletim Conjuntural Trimestral*, diversos números, 1994 e 1995.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND.[1993a].** Stabilization and Economic Reform in the Baltic Countries. *World Economic Outlook*, sept. 1993, pp. 136-9.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND.[1993b].** Hyperinflation and Chronic Inflation. *World Economic Outlook*, sept. 1993, pp. 140-4.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND.[1994].** The Recent Surge in Capital Flows to Developing Countries. *World Economic Outlook*, oct. 1994, pp. 48-53.
- JOHNSTON, R. Barry.[1993].** Aspects of Design of Financial Programs with the Adoption of Indirect Monetary Controls. International Monetary Fund, IMF Paper on Policy Analysis and Assessment n° 93/16, oct. 1993.
- KALECKI, M.[1962].** A Model of Hyperinflation. *The Manchester School of Economic and Social Studies, 30(3), sept. 1962.*
- KEYNES, J. M.[1971].** *A Tract on Monetary Reform.* The Royal Economic Society, volume 4, 1971 [originalmente publicado em 1923].

- KIGUEL, Miguel A.[1994].** The Argentine Convertibility Plan: Is Stabilization for Real ? Banco Central del Uruguay, Jornadas Internacionales de Economia, Montevideo, 8-9 aug. 1994.
- KIGUEL, Miguel A. & LIVIATAN, Nissan.[1988].** Inflationary Rigidities and Orthodox Stabilization Policies: Lessons from Latin America. *The World Bank Economic Review*, 2(3), 1988.
- KIGUEL, Miguel A. & LIVIATAN, Nissan.[1989].** The Old and the New in Heterodox Stabilizations Programs: Lessons from the 1960's and the 1980's. The World Bank, Public Policy Research Working Paper n° 323, dec. 1989.
- KIGUEL, Miguel A. & LIVIATAN, Nissan.[1992a].** Relatório sobre o Progresso de Programas Heterodoxos de Estabilização. Fundo Monetário Internacional, *Finanças e Desenvolvimento*, mar. 1992.
- KIGUEL, Miguel A. & LIVIATAN, Nissan.[1992b].** The Business Cycle Associated with Exchange Rate-Based Stabilization. *The World Bank Economic Review*, 6(2), 1992.
- KIGUEL, Miguel A. & LIVIATAN, Nissan.[1992c].** Three Big Inflations: Argentina, Brazil and Peru. The World Bank, Mimeo, 11 nov. 1992.
- KIGUEL, Miguel A. & LIVIATAN, Nissan.[1994].** Exchange Rate Based Stabilization in Argentina and Chile: A Fresh Look. The World Bank, Public Policy Research Working Paper n° 1.318, july 1994.
- KRUGMAN, Paul.[1995].** Dutch Tulips and the Emerging Markets. *Foreign Affairs*, 74(4), july/aug. 1995.
- KUAE, Laura Kikue Nasuno et al.[1991].** *Diretrizes para Apresentação de Dissertações e Teses*. São Paulo, Universidade de São Paulo, Escola Politécnica, 1991.
- LAFETÁ, Dannel.[1993].** Alterações Recentes no Sistema Cambial do Brasil: A Conta de Capital. Banco Central do Brasil, Texto para Circulação Interna DEPEC/COPEC n° 128, mar. 1993.
- LAFETÁ, Dannel.[1994].** Plano Real, Evolução Recente: MERCOSUL, SGT-4. Texto para Circulação Interna DEPEC/COPEC n° 227, nov. 1994.
- LATIF, Zeina Abdel.[1995a].** Regime Monetário no Brasil e o Descontrole Inflacionário. São Paulo, IPE/USP, Texto para Discussão Interna dos Alunos do IPE n° 3, 2 jun. 1995.
- LATIF, Zeina Abdel.[1995b].** Regime Monetário do Brasil: Definição e Caracterização. ANPEC, Anais do 23° Encontro Nacional de Economia, volume 2, 1995.

- LEIDERMAN, Leonardo & BUFMAN, Gil.[1995].** Searching for Nominal Anchors in Shock-Prone Economies in the 1990s: Inflation Targets and Exchange Rate Bands. Inter-American Development Bank and OECD Development Centre, Sixth Annual Conference on Latin American Perspective, 9-10 nov. 1995.
- LOPES, Francisco [Lafaiete de Pádua].[1986].** Inflação Inercial, Hiperinflação e Desinflação: Notas e Conjecturas. *In: LOPES, Francisco [Lafaiete de Pádua]. Choque Heterodoxo: Combate à Inflação e Reforma Monetária, Campus, 1986.*
- LOPES, Francisco [Lafaiete de Pádua].[1989].** *O Desafio da Hiperinflação: Em Busca da Moeda Real.* Campus, 1989.
- LOPES, Francisco [Lafaiete de Pádua].[1991].** O Austral Conversível. *Revista de Economia Política*, 11(4), out./dez. 1991.
- LUNDBERG, Eduardo Luis.[1993].** Reflexões a partir da Proposta de Estabilização Haddad/Holanda. Banco Central do Brasil, São Paulo, DESPA/REPEC, Mimeo, 1993.
- LUNDBERG, Eduardo Luis & PARKISON DE CASTRO, Antonio Luis.[1987].** Desequilíbrio Financeiro do Setor Público e seu Impacto sobre o Orçamento Monetário. *In: LOZARDO, Ernesto (Org.). Déficit Público Brasileiro: Política Econômica e Ajuste Estrutural, Paz e Terra, 1987.*
- MACROMÉTRICA.[1994-1995].** *Panorama Macro.* Rio de Janeiro, diversos números, 1994 e 1995.
- MAITAL, Shlomo & BENJAMINI, Yael.[1980].** Inflation as Prisoner's Dilemma. *Journal of Post Keynesian Economics*, 2(4), summer 1980.
- MANTEGA, Guido.[1994].** Programas de Estabilização, Mistificação Tecnocrática e Câmaras Setoriais. *Revista de Economia Política*, 14(2), abr./jun. 1994.
- MARQUES, Maria Sílvia Bastos.[1988].** O Plano Cruzado: Teoria e Prática. *Revista de Economia Política*, 8(3), jul./set. 1988.
- MARTONE, Celso Luiz.[1970].** Análise do Plano de Ação Econômica do Governo: PAEG, 1964-1966. *In: LAFER, Betty Mindlin (Ed.). Planejamento no Brasil, Perspectiva, São Paulo, 1970.*
- MARTONE, Celso Luiz.[1984].** A Questão das Dívidas e a Inconsistência da Política de Ajustamento. São Paulo, IPE-USP, Trabalho para Discussão Interna nº 11, 1984.

- MARTONE, Celso Luiz.[1993a].** A Restauração da Política Monetária. São Paulo, Universidade de São Paulo, Fundação Instituto de Administração, set. 1993.
- MARTONE, Celso Luiz.[1993b].** Dolarização Espontânea e Induzida. Boletim Informações Fipe, nov. 1993.
- MARTONE, Celso Luiz., YOSHINO, Joe A. & PASTORE, José.[1993].** Plano de Estabilização, Dolarização e Efeitos no Sistema Financeiro. São Paulo, Seminário BANESPA, 18 set. 1993.
- MAYER, Thomas & THUMANN, Gunther.[1990].** Reforma Monetária Radical: Alemanha, 1948. Fundo Monetário Internacional, *Finanças e Desenvolvimento*, 10(1), 1990.
- MELTZER, Allan H.[1994].** Book Review: [BRUNO(1993)] Heterodox Policy and Economic Stabilization. *Journal of Monetary Economics*, v. 34, 1994.
- MERKIN, Gerald.[1988].** Para uma Teoria da Inflação Alemã: Algumas Considerações Preliminares. In: REGO, José Márcio (Org.). *Hiperinflação: Algumas Experiências*, Paz e Terra, 1988.
- MESSEMBERG, Roberto Pires.[1994a].** *Dívida Pública, Inflação e Distribuição de Renda*. São Paulo, FEA/USP, Tese de Doutorado, set. 1994.
- MESSEMBERG, Roberto Pires.[1994b].** Planos Cavallo e Real: Semelhanças e Diferenças de Concepção. Ministério do Planejamento e Orçamento, Secretária de Assuntos Internacionais, *Boletim de Conjuntura Internacional*, 5(2), nov. 1994.
- MEYER, Arno.[1993].** Os Limites Internos do Ingresso de Capitais Externos no Brasil no Início da Década de Noventa. São Paulo, Mimeo, nov. 1993.
- MINISTÉRIO DA FAZENDA.[1994].** Secretária de Política Econômica. *Boletim Semanal de Acompanhamento Macroeconômico*. diversos números, jul. a dez. 1994.
- MINISTÉRIO DA FAZENDA.[1996].** Secretária de Política Econômica. Principais Medidas na Área Externa desde a Edição do Plano Real, abr. 1996.
- MODIANO, Eduardo & CARNEIRO, Dionísio Dias.[1984].** A Mágica do Novo Cruzeiro e a Geração da Nova Inflação. PUC-RJ, Texto para Discussão Interna nº 78, 1984.
- MORAES, Pedro Bodin de.[1987].** O Programa de Estabilização de 1964: Balizamento de Preços com Restrições ao Crédito. *Revista Brasileira de Economia*, 41(2), abr./jun. 1987.

- MORAES, Pedro Bodin de.**[1988]. Keynes, Sargent e o Papel da Política Monetária em um Plano de Estabilização. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 18(1), abr. 1988.
- MORAES, Pedro Bodin de.**[1990]. A Condução da Política Monetária durante o Plano Cruzado. *Revista de Economia Política*, 10(2), abr./jun. 1990.
- MORALES, Juan-Antonio.**[1988]. Inflation Stabilization in Bolivia. In: **BRUNO, Michael et al. (Eds.).** *Inflation Stabilization: The Experience of Israel, Argentina, Brazil, Bolivia and México*, MIT, 1988.
- MUINHOS, Marcelo Kfoury.**[1993]. Considerações acerca da Âncora Cambial. Banco Central do Brasil, Texto para Circulação Interna DEPEC/COPEC n° 168, 05 ago. 1993.
- MURPHY, Ricardo Lopez.**[1994]. Stabilization Programs: A Few Recent Experiences in Latin America. Paper apresentado no Seminário: "Macroeconomic, Structural and Social Policies for Growth: The Evolving Latin American Experience", Brasil, Rio de Janeiro, Mangaratiba, 16-19 mar. 1994.
- MUSSA, Michael L.**[1990]. Exchange Rates in Theory and in Reality. Princeton University, Essays in International Finance n° 179, dec. 1990.
- NAKANO, Yoshiaki.**[1991]. Plano Cavallo de Desdolarização. *Revista de Economia Política*, 11(4), out./dez. 1991 [Anexo encontra-se reprodução do texto da Lei de Conversibilidade do Austral].
- NAKANO, Yoshiaki.**[1994]. As Condições para Estabilização do Real. Observatório Econômico, Informe Dinâmico IOB n° 38, jun. 1994.
- NOGARO, Bertrand.**[1948]. Hungary's Recent Monetary Crisis and its Theoretical Meaning. *American Economic Review*, 38(5), sept. 1948.
- OGASAVARA, Roberto Shoji.**[1991]. Conta do Tesouro no Banco Central. *Revista Brasileira de Economia*, 45(2), abr./jun. 1991.
- OLIVEIRA [FILHO], Gesner [José] & TOLEDO, Celso.**[1994]. The Brazilian Economy under the Real: Prospects for Stabilization and Growth. São Paulo, FGV-EAESP, Departamento de Economia, Texto para Discussão Interna n° 43, dez. 1994.
- ORTEGA, Alberto Octavio Espejo.**[1989]. *O Plano de Estabilização Heterodoxo: A Experiência Comparada da Argentina, Brasil e Peru*. Rio de Janeiro, 13° Prêmio BNDES de Economia, 1989.
- ORTIZ, Guillermo.**[1991]. Mexico beyond the Debt Crisis: Toward Sustainable Growth with Price Stability. In: **BRUNO, Michael et al (Ed.).** *Lessons of Economic Stabilization and Its Aftermath*, MIT, 1991.

- PASTORE, Affonso Celso.[1990].** A Reforma Monetária do Plano Collor. *In: DE FARO, Clovis (Org.). Plano Collor: Avaliações e Perspectivas, Livros Técnicos e Científicos, Rio de Janeiro, 1990.*
- PASTORE, Affonso Celso. [1993].** Duas Moedas ? Boletim Informações Fipe, nov. 1993.
- PASTORE, Affonso Celso.[1995a].** Déficit Público, a Sustentabilidade do Crescimento das Dívidas Interna e Externa, Senhoriagem e Inflação: Uma Análise do Regime Monetário Brasileiro. *Revista de Econometria*, 14(2), nov. 1994/mar. 1995.
- PASTORE, Affonso Celso.[1995b].** Porque a Política Monetária É Ineficaz ? São Paulo, Mimeo, jul. 1995.
- PASTORE, Affonso Celso & PINOTTI, Maria Cristina.[1994].** Os Rumos da Política Cambial. AC Pastore & Associados, Estudos Especiais nº 1, set. 1994.
- PASTORE, Affonso Celso & PINOTTI, Maria Cristina.[1995].** Câmbio e Inflação. *In: VELLOSO, João Paulo dos Reis (Coord.). O Real e o Futuro da Economia, José Olympio, Rio de Janeiro, Fórum Nacional, 15-18 maio 1995.*
- PATINKIN, Don.[1993].** Israel's Stabilization Program of 1985, or Some Simple Truths of Monetary Theory. *Journal of Economic Perspectives*, 7(2), spring 1993.
- PAULA PINTO, Maurício Barata de.[1988].** Preliminary Notes on Distributive Conflicts, Inflation and Inertial Theory. Paper presented at the International Symposium on Democratizing Economics, São Paulo, Universidade de São Paulo, Instituto de Estudos Avançados, July 1988.
- PEREIRA, Luiz Carlos Bresser.[1990].** Da Inflação à Hiperinflação: Uma Abordagem Estruturalista. [São Paulo], Mimeo, 1990.
- PEREIRA, Luiz Carlos Bresser.[1994].** A Economia e a Política do Plano Real. *Revista de Economia Política*, 14(4), out./dez. 1994.
- PITERMAN, Sylvia.[1989].** Economic Stabilization in Israel: Financial Difficulties in the Adjustment Process to Low Inflation. Paper apresentado no Seminário: "Stabilization Policies in Chronically Inflationary Economies", Brasil, São Paulo, Campinas, 23-25 aug. 1989.
- PLOEG, Frederick van der.[1989].** The Political Economy of Overvaluation. *The Economic Journal*, 99(5), sept. 1989.

- QUIRK, Peter J.[1994].** Capital Account Convertibility: A New Model for Developing Countries. International Monetary Fund, IMF Working Paper n° 81, july 1994.
- QUIRK, Peter J. et al.[1987].** Floating Exchange Rates in Developing Countries: Experience with Auction and Interbank Markets. International Monetary Fund, IMF Occasional Paper n° 53, may 1987.
- RAMALHO, Valdir.[1992].** Anos 20 e a Hiperinflação na Polônia. *In: BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello & BATISTA JÚNIOR, Paulo Nogueira (Orgs.). A Luta pela Sobrevivência da Moeda Nacional: Ensaio em Homenagem a Dilson Funaro, Paz e Terra, 1992.*
- RAMALHO, Valdir.[1995].** "Zeragem Automática" no Mercado Aberto e Controle Monetário. *Estudos Econômicos*, 25(1), jan./abr. 1995.
- REINHART, Carmen M. & VÉGH, Carlos A.[1994a].** Estabilización en Países de Inflación Crónica: La Evidencia Empírica. Banco Central del Uruguay, Jornadas Internacionales de Economía, Montevideo, 8-9 ago. 1994.
- REINHART, Carmen M. & VÉGH, Carlos A.[1994b].** Intertemporal Consumption Substitution: An Empirical Investigation. University of Maryland at College Park, Department of Economics, Working Paper n°3, oct. 1994.
- REINHART, Carmen M. & VÉGH, Carlos A.[1995].** Nominal Interest Rates, Consumption Booms, and Lack of Credibility: A Quantitative Examination. *Journal of Development Economics*, 46(3), 1995.
- REINHART, Carmen M. & VÉGH, Carlos A.[1996].** Do Exchange Rate-Based Stabilizations Carry the Seeds of Their Own Destruction ? Paper apresentado no Encontro da "American Economic Association", San Francisco, 5-7 jan. 1996.
- RESENDE, André Lara.[1982].** A Política Brasileira de Estabilização: 1963-68. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 12(3), dez. 1982.
- RESENDE, André Lara.[1992a].** Sem Moeda Não Há Solução. *Exame*, Abril, 18 jul.1992.
- RESENDE, André Lara.[1992b].** O Conselho da Moeda: Um Órgão Emissor Independente. *Revista de Economia Política*, 12(4), out./dez. 1992.
- RESENDE, André Lara.[1994].** Comentários Finais do Moderador (transcrição de gravação em fita cassete), Encerramento do Seminário "Macroeconomic, Structural and Social Policies for Growth: The Evolving Latin American Experience", Brasil, Rio de Janeiro, Mangaratiba, 16-19 mar. 1994.

- RODRIGUEZ, Carlos Alfredo.[1981a].** Managed Float: An Evaluation of Alternative Rules in the Presence of Capital Flows. *American Economic Review*, 71(1), mar. 1981.
- RODRIGUEZ, Carlos Alfredo.[1981b].** La Estrategia de Estabilizacion con Tipo de Cambio Flexible y Politica Monetaria Activa. Centro de Estudios Macroeconómicos de Argentina, Documento de Trabajo n° 32, dic. 1981.
- RODRIGUEZ, Carlos Alfredo.[1982a].** The Argentine Stabilization Plan of December 20<sup>th</sup>. *World Development*, 10(9), 1982.
- RODRIGUEZ, Carlos Alfredo.[1982b].** Politicas de Estabilizacion en la Economia Argentina 1978-1982. Cuadernos de Economia n° 59, 1982.
- RODRIGUEZ, Carlos Alfredo.[1991].** Inflation in Brasil. [World Bank], Mimeo, 24 may 1991.
- RODRIGUEZ, Carlos Alfredo.[1993].** Money and Credit under Currency Substitution. *IMF Staff Papers*, 40(2), june 1993.
- RODRIK, Dani.[1989].** Promises, Promises: Credible Policy Reform via Signalling. *The Economic Journal*, 99 (5), sept. 1989.
- ROZENWURCEL, Guilherme.[1992].** La Evolucion de la Economia Argentina a partir del Plan de Convertibilidad. Trabalho Apresentado na Conferência Internacional: Brasil e Argentina Parceria para os Anos Noventa. São Paulo, FEA-USP, 27 jan. 1992.
- SACHS, Jeffrey.[1987].** The Bolivian Hyperinflation and Stabilization. *Papers and Proceedings of the American Economic Association*, 77(2), may 1987.
- SACHS, Jeffrey., TORNELL, Aaron & VELASCO, Andrés.[1995].** The Collapse of the Mexican Peso: What Have We Learned ? Paper of the Harvard/MIT Research and Teaching Group in Positive Political Economy, may 1995.
- SACHS, Jeffrey & ZINI JÚNIOR, Álvaro Antônio.[1995].** A Inflação Brasileira e o Plano Real. *Revista de Economia Política*, 15(2), abr./jun. 1995.
- SANTAELLA, Julio A. & VELA, Abraham E.[1994].** The 1987 Mexican Inflation-Stabilization: Matching Stylized Facts and Theory. Banco Central del Uruguay, Jornadas Internacionales de Economia, Montevideo, 8-9 aug. 1994.
- SANTOS NETO, Virgínio.[1993].** *As Políticas de Estabilização da Economia e o Papel do Banco Central*. Banco Central do Brasil, São Paulo, Curso de Formação Superior (FIA-USP), dez. 1993.
- SARGENT, Thomas J.[1986].** Stopping Moderate Inflation: The Methods of Poincaré and Thatcher. In: *SARGENT, Thomas J. Rational Expectations and Inflation*, Harper & Row, New York, 1986.

- SARGENT, Thomas J.[1988].** Os Finais de Quatro Hiperinflações. *In: REGO, José Márcio(Org.). Hiperinflação: Algumas Experiências, Paz e Terra, 1988* [original publicado em 1982].
- SARGENT, Thomas J.[1995].** Dúvida Legítima sobre o Plano Real. Banco de Investimentos Garantia, Carta Econômica, 19. dez. 1995.
- SARGENT, Thomas J. & WALLACE, Neil.[1993].** Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. *In: SARGENT, Thomas J. Rational Expectations and Inflation, 2<sup>nd</sup> Edition, Harper Collins, 1993* [publicado originalmente em 1981].
- SAYAD, João.[1992].** Monetary Order and Brazilian Inflation. São Paulo, IPE/USP, Texto para Discussão Interna nº 5, 30 apr. 1992.
- SENNÁ, José Júlio.[s/d].** Entraves ao Controle Monetário no Brasil. [Rio de Janeiro], Mimeo, s/d.
- SIKLOS, Pierre L.[1990].** Hyperinflations: Their Origins, Development and Termination. *Journal of Economic Surveys, 4(3), 1990.*
- SIKLOS, Pierre L.[1994].** Varieties of Monetary Reform. International Monetary Fund, IMF Working Paper nº 57, may 1994.
- SILVA, Adroaldo Moura da.[1993].** O Que Deve Vir Antes: O Plano de Estabilização ou a Reforma Fiscal ? Boletim Informações Fipe, nov. 1993.
- SILVA, Adroaldo Moura da.[1994].** Liberalização, Mobilidade Internacional e Mercado de Capitais. *Revista da CVM, nº 22, set./dez. 1994.*
- SILVA, Marcos Eugênio da & SANTOS, José Carlos de Souza.[1994].** Comportamento dos Preços Competitivos. São Paulo, IPE/USP, Texto para Discussão Interna nº 20/94, 6 out. 1994.
- SIMONSEN, Mário Henrique.[1985].** A Inflação Brasileira: Lições e Perspectivas. *Revista de Economia Política, 5(4), out./dez. 1985.*
- SIMONSEN, Mário Henrique.[1995].** Novos Desafios da Economia Brasileira. *In: VELLOSO, João Paulo dos Reis (Coord.). O Real e o Futuro da Economia, José Olympio, Rio de Janeiro, Fórum Nacional, 15-18 maio 1995.*
- SIMONSEN, Mário Henrique & LEMOS, Augusto Jefferson.[1994].** Política Cambial: A Controvérsia do Plano Real. Rio de Janeiro, Banco de Investimentos Garantia, Brazil Research, Mimeo, 23 nov. 1994.
- SNOWDEN, P. Nicholas.[1993].** Formulating a Policy Response: Comment on Calvo, Leiderman and Reinhart. *IMF Staff Papers, 40(4), dec. 1993.*
- SOARES, Paulo de Tarso P. L.[1986].** Duas Estratégias de Estabilização: PAEG e Francisco Lopes. São Paulo, IPE/USP, Texto para Discussão Interna nº 09, maio 1986.

- SOARES, Paulo de Tarso P. L.[1994].** FHC II: Alguma Chance de Sucesso ? Boletim Informações Fipe, jan. 1994.
- SOARES, Paulo de Tarso P. L. & SANTOS, José Carlos de Souza.[1994].** Preços na Chegada do Real. Boletim Informações Fipe, ago. 1994.
- SOLIMANO, Andrés.[1990].** Inflation and the Costs of Stabilization: Historical of Recent Experiences and Policy Lessons. *The World Bank Research Observer*, 5(2), july 1990.
- STEINER, Roberto.[1994].** Capital Inflows in Latin America: Causes, Consequences and Policy Options. Paper apresentado no Seminário: "Macroeconomic, Structural and Social Policies for Growth: The Evolving Latin American Experience", Brasil, Rio de Janeiro, Mangaratiba, 16-19 mar. 1994.
- SVENSSON, Lars E.O.[1993].** Fixed Exchange Rates as a Means to Price Stability: What Have We Learned ? National Bureau of Economic Research, Working Paper n° 4504, oct. 1993.
- TOLEDO, Joaquim Elói Cirne de.[1992].** Argentina: Cavallo, Galope para o Desastre ? *Revista de Economia Política*, 12(3), jul./set. 1992.
- TOLEDO, Joaquim Elói Cirne de.[1993].** Modelos de Ancoragem Cambial. Boletim Informações Fipe, nov. 1993.
- TREVIÑO, José Angel Gurría.[1994].** Flujos de Capital: El Caso de México. Naciones Unidas/CEPAL, Santiago do Chile, Serie Financiamiento del Desarrollo n° 27, ago. 1994.
- UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO.[1994].** Instituto de Economia Industrial (IEI/UFRJ). *Boletim de Conjuntura*, 14(2), jul. 1994.
- VÉGH, Carlos A.[1992].** Stopping High Inflation: An Analytical Overview. *IMF Staff Papers*, 39(3), sept. 1992.
- VILLANUEVA, Delano.[1993].** Options for Monetary and Exchange Arrangements in Transition Economies. International Monetary Fund, IMF Paper on Policy Analysis and Assessment n° 93/12, sept. 1993.
- VILLANUEVA, Delano & OSBAND, Kent.[1992].** Independent Currency Authorithies: An Analytic Primer. International Monetary Fund, IMF Working Paper n° 50, july 1992.
- VON DOELLINGER, Carlos.[1994].** Estabilidade com Crescimento: Novos Rumos para a Política Monetária e Cambial. Trabalho apresentado no Forum: BRASIL, 1995: Estabilidade com Crescimento: Restrições e Possibilidades, Rio de Janeiro, 29 nov. 1994.

## BIBLIOTE

## DAT

- WALTERS, Alan.**[1987]. Currency Boards. In: *EATWELL, John., MILGATE, Murray & NEWMAN, Peter (Eds.). The New Palgrave: Money, W. W. Norton, London, 1987, pp.109-114.*
- WERLANG, Sérgio Ribeiro da Costa.**[1993]. Inflação e Credibilidade: Uma Introdução com Bibliografia. Comunicação, *Revista de Economia Política*, 13(4), out./dez. 1993.
- WHITE, L. H.**[1989]. *Competition and Currency: Essays on Free Banking and Money.* New York University, 1989, introdução e capítulo 9.
- WICKER, Elmus.**[1986]. Terminating Hyperinflation in the Dismembered Habsburg Monarchy. *American Economic Review*, 76(3), june 1986.
- WILLIAMSON, John.**[1993]. *The Exchange Rate System.* Institute for International Economics, sept. 1993.
- WORLD BANK.**[1992]. Money, Debt, Inflation and Forward-Looking Markets in Brazil. Report n° 10286-BR, 21 dec. 1992.
- WORLD BANK.**[1994]. Brazil: An Agenda for Stabilization. Report n° 13168-BR, 07 oct. 1994.
- YOSHINO, Joe Akira.**[1993]. Currency Boards. São Paulo, FIPE-USP, Mimeo, nov. 1993.
- ZAHLER, Roberto.**[1992]. Política Monetaria com Apertura de la Cuenta de Capitales. *Revista de la CEPAL*, n° 48, dic. 1992.
- ZINI JÚNIOR, Álvaro Antônio.**[1989]. Fundar a Dívida Pública. São Paulo, IPE-USP, Texto para Discussão n° 03/89, 1989.
- ZINI JÚNIOR, Álvaro Antônio.**[1993]. *Taxa de Câmbio e Política Cambial no Brasil.* EDUSP e BM & F, São Paulo, 1993.
- ZINI JÚNIOR, Álvaro Antônio.**[1994]. Hiperinflação, Credibilidade e Estabilização. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 24(3), dez. 1994.
- ZINI JÚNIOR, Álvaro Antônio.**[1996]. Política Cambial com Liberdade ao Câmbio. In: *BAUMANN [NEVES], Renato (Org.). O Brasil e a Economia Global, Campus e SOBEET, 1996.*

BIBLIOTECA FEA/USP

Doação

Procedência

Seção de Pós-Graduação

Data

17/02/97