



**FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO**

DANIELLE ALENCAR PARENTE TORRES

**A CONVERGÊNCIA DA INFLAÇÃO NOS PLANOS DE
ESTABILIZAÇÃO BASEADOS NO CÂMBIO: UM ESTUDO DOS CASOS
DA ARGENTINA E MÉXICO**

DISSERTAÇÃO APRESENTADA AO CURSO PÓS-GRADUAÇÃO DA EAESP/FGV ÁREA
DE CONCENTRAÇÃO: ECONOMIA, COMO REQUISITO PARA OBTENÇÃO DE
TÍTULO DE MESTRE EM ECONOMIA

ORIENTADOR: GUILLERMO ROBERTO TOMÁS MALAGA BUTRÓN

SÃO PAULO - 1998



Fundação Getúlio Vargas
Escola de Administração
de Empresas de São Paulo
Biblioteca



2027/98



1199802027

Escola de Administração de Empresas de São Paulo	
Data 09.11	Nº de Chamada 336-748.12
Tombo 2024/98	T693C Dis.

2.2

0024-74660

Resumo

Esta dissertação pretende examinar, através da análise de dois planos de estabilização, porque as taxas de inflação convergem lentamente para os níveis de desvalorização cambial, causando assim uma sobrevalorização. As duas experiências estudadas são as do México e Argentina. Esses dois países utilizaram a âncora cambial de maneira diferente, enquanto o México inicialmente fixa o câmbio e depois passa a anunciar as desvalorizações, a Argentina fixa o câmbio e permanece com esta política. Através da teoria econômica, identificam-se as três variáveis principais para explicação dessa lenta convergência após a implementação dos planos, são elas: a inércia, o déficit público e os fluxos de capital.

Palavras Chaves: Inflação, Planos de Estabilização, Taxa de Câmbio Real, Sobrevalorização, México, Argentina, Bens Comercializáveis, Bens Não-Comercializáveis, Preços Relativos, Inércia, Fluxos de capital, Déficit Público.

Ao Marcelo

Agradecimentos

Várias pessoas contribuíram direta e indiretamente durante o período de elaboração desta dissertação. Em primeiro lugar, agradeço ao meu professor orientador Guillermo Roberto Tomás Malaga Butrón que colaborou de forma essencial para a realização deste trabalho.

Estendo ainda os meus agradecimentos:

Aos meus pais e ao meu irmão que sempre me incentivaram e deram todo o apoio, carinho e compreensão para que esta etapa fosse encerrada.

À família Greiner - Peter, Tia Mocinha, Patsy, Carlos, Paulo, Claudete, Peter, Denise e Luíza - que me acolheu em São Paulo com tanto carinho, preocupação e dedicação.

À família Torres – Sr. Torres, Dona Angelina, tio Hélio, tia Vera, Lu, Alexandre e Ricardo – pelo afeto e preocupação.

As amigas Cecília, Bibi, Ana Luíza, Úrsula e Wilma, pela paciência, amizade e incentivo.

Aos amigos Fabinho, Lu, Fabão, Alzira e Murilo pelos fins de semana de estudo, de convivência e de solidariedade.

À CAPES – Fundação Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior – por permitir a realização de meus estudos de mestrado nesta Fundação.

Índice

Introdução	1
Capítulo 1 – A Apresentação do Problema	4
1.1 – Introdução	4
1.2 – Objeto de Estudo	4
1.3 - A Taxa de Câmbio Real e a Taxa de Câmbio Nominal	10
1.4 - O Equilíbrio da Taxa de Câmbio Real	16
1.5 – Influência dos Fundamentos sobre a Taxa de Câmbio Real	18
1.6 – Conclusão	19
Capítulo 2 – Dois Modelos para o Entendimento da Taxa de Câmbio no Pós- Estabilização	21
2.1 - O Modelo do Enfoque Monetário do Balanço de Pagamentos	21
2.1.2 - Pressupostos do Modelo	21
2.1.3 - O Modelo Básico	22
2.2 – Bens Comercializáveis e Não-Comercializáveis - O modelo para Economia Dependente	26
2.2.1 – Bens Não-Comercializáveis, Bens para Importação e Exportação: Definição	27
2.2.2 – Pressupostos do Modelo	28
2.2.3 – O lado da Oferta e da Demanda	29
2.2.4 – Equilíbrio Interno e Externo	31
2.2.5 – O Desequilíbrio	33
2.2.6 – Introduzindo Alguns Distúrbios ao Modelo	34
2.3 – Choques Externos e Mudanças na Taxa de Câmbio Real	38
2.3.1 – Imposição de Tarifa	40
2.3.2 – Liberalização do Comércio	40
2.3.3 – Choques nos Termos de Troca	42
Capítulo 3 – Os Casos de Argentina e México	45
3.1 – O Ciclo das Estabilizações Baseadas no Câmbio	45
3.2 – O Regime Cambial e a Disciplina Financeira	47
3.3 – Os Fluxos de Capital	53
3.3.1 – Conceitos Básicos	54
3.4 – A Inércia Inflacionária	59
3.5 – Os Casos	67
3.5.1 – México – Antecedentes ao Plano	67
3.5.2 – O Pacto de Solidariedade Econômica	68
3.5.3 – Evolução das Principais Variáveis Econômicas no México	71
3.5.4 - Argentina – Antecedentes ao Plano	76
3.5.5 – O Plano de Conversibilidade	78
3.5.6 – Evolução das Principais Variáveis Econômicas na Argentina	79
Capítulo 4 – Conclusão	84
Bibliografia	88

Introdução

O objetivo desta dissertação é examinar os fatores que influenciam a convergência da taxa de inflação nos planos de estabilização baseados no câmbio. O interesse pela abordagem deste tema decorre da larga utilização da taxa de câmbio como forma de estabilização da economia. Exemplo de países que utilizaram este instrumento recentemente são: Chile (1978) , Israel (1985), México (1987), Argentina (1991), Brasil (1994), e alguns países do Leste Europeu.

Países com taxas de inflação alta e crônica acabam criando mecanismos de convivência com a inflação que fazem com que a estabilização seja adiada. Existe um alto grau de indexação de variáveis nominais como salários, taxa de câmbio e agregados monetários. O resultado dessa convivência com a inflação é que torna mais complexo terminar com este processo. Nas hiperinflações, pelo contrário, o processo é explosivo e o passado passa a explicar pouco o futuro e só resta aos agentes acreditar nos programas de estabilização. No caso de países com inflação alta e crônica, a solução é fixar uma das variáveis nominais.

A escolha da utilização do câmbio como âncora baseia-se no fato de que esta variável é mais fácil de ser acompanhada pelos agentes, do que, por exemplo, a quantidade de moeda.¹ O câmbio também tem sido um instrumento fundamental tanto para as hiperinflações históricas quanto para as recentes tentativas de estabilização. Além disso, a adoção do regime de câmbio fixo ou administrado tende a impor um grau de disciplina

¹ Para programas de estabilização baseadas em âncora monetária em países com inflação crônica ver Kiguel e Liviatan, 1988.

financeira. No caso do regime fixo, como na Argentina, o governo perde o controle da política monetária e isto pode ser considerado vantajoso para governos que não mantiveram disciplina financeira. Finalmente, um dos benefícios da estabilização baseada no câmbio é que esta é considerada menos custosa, ou seja, para a mesma queda na inflação a contração monetária é menor com a âncora cambial do que com a âncora monetária. O resultado dessa menor contração monetária é que, dada a rigidez de salários, a queda do produto é menor².

Apesar de todas estas vantagens, um dos principais problemas dos programas de estabilização com câmbio fixo é a apreciação cambial, decorrente da lenta convergência da taxa de inflação aos níveis de desvalorização cambial ou à taxa de inflação internacional. A consequência desta valorização cambial é uma deterioração na balança comercial e na conta corrente do Balanço de Pagamentos. Esta situação pode não ser sustentável porque o equilíbrio interno estará sendo mantido com o agravamento do equilíbrio externo.

Esta dissertação pretende identificar as variáveis que contribuem para a lenta convergência da taxa de inflação, através da teoria econômica, e em seguida observar empiricamente os casos de México e Argentina.

O primeiro capítulo tem por objetivo apresentar o objeto de estudo, e para isso introduz os primeiros dados relacionados à inflação de Argentina e México e os resultados das contas externas. Em seguida, define-se a taxa de câmbio real, bem como o seu equilíbrio e as variáveis que a influenciam.

O segundo capítulo mostra o modelo que inspirou as estabilizações baseadas no câmbio, devido a sua insuficiência em explicar porque os preços domésticos não passam a subir de acordo com os preços internacionais, apresenta-se o modelo de economia

² Ver Fisher 1986.

dependente. Através deste modelo os bens comercializáveis e não comercializáveis são definidos e observa-se sua importância sobre a taxa de câmbio real e sobre o comportamento dos preços. Finalmente expõem-se as variáveis fundamentais e sua influência sobre a taxa de câmbio real e suas consequências sobre a inflação.

O terceiro capítulo trata do ciclo das estabilizações baseadas no câmbio e das principais variáveis que influenciam este ciclo, e para finalizar observa-se estas variáveis para o caso do México e Argentina.

Capítulo 1 - Apresentação do Problema

1.1 - Introdução

O objetivo principal deste capítulo é apresentar o objeto de estudo, ou seja, a convergência da taxa de inflação em planos de estabilização baseados no câmbio. Para isso, inicialmente expõe-se os dados de inflação no México e Argentina após a adoção da âncora cambial, em seguida, apresenta-se a variável taxa de câmbio, o que determina o seu equilíbrio e quais as variáveis que a influenciam.

1.2 – O Objeto de Estudo

Esta dissertação pretende examinar, através da análise de dois planos de estabilização, porque as taxas de inflação convergiram lentamente para os níveis de desvalorização cambial, causando assim uma sobrevalorização, problema típico de planos de estabilização baseados em âncora cambial.

As duas experiências a serem estudadas são as do México e Argentina. Em comum, elas têm o fato de serem dois países que cresceram pouco na década de 80, apresentaram altas taxas de inflação (principalmente a Argentina) e no período anterior à adoção da âncora cambial promoveram a abertura de suas economias. Esses dois países utilizaram a âncora cambial de maneira diferente, enquanto o México inicialmente fixa o câmbio e depois passa a anunciar as desvalorizações, a Argentina fixa o câmbio, e permanece com esta política.

A abertura comercial tanto do México quanto da Argentina introduziu a concorrência entre os bens comercializáveis, aqueles que podem ser importados ou exportados. Com a concorrência internacional, se houver diferença entre os preços destes bens no mercado doméstico, as oportunidades de lucro farão com que os preços se ajustem

automaticamente ao nível dos preços internacionais. Daí a explicação para a queda da inflação. No entanto, existem alguns bens, os chamados bens não-comercializáveis, somente produzidos internamente ou com custos de transporte proibitivos, que não sofrem a concorrência internacional. Os preços destes últimos são dados pela oferta e demanda internas, e não tendem a cair tão rapidamente quanto os preços dos bens comercializáveis, fazendo com que a taxa de inflação permaneça acima dos níveis internacionais ou acima da taxa de desvalorização cambial. Em resumo, a convergência dos preços não-comercializáveis é mais lenta do que a dos preços dos bens que sofrem concorrência, (bens comercializáveis) e esse diferencial de velocidades leva a uma valorização da taxa de câmbio real.

Para uma melhor compreensão do fenômeno, é necessário introduzir os conceitos de taxa de câmbio nominal e real³. Enquanto a taxa de câmbio nominal permite auferir o valor da moeda estrangeira em termos de moeda doméstica, a taxa de câmbio real, como preço relativo, mede o preço dos bens comercializáveis em relação aos bens não-comercializáveis.

Os preços em moeda doméstica dos bens comercializáveis só se alteram com uma mudança da taxa de câmbio nominal ou dos preços em dólar. Nos planos de estabilização baseados no câmbio, a estabilidade da taxa de câmbio nominal funciona como uma âncora, permitindo a constância dos preços dos bens comercializáveis. No entanto, como já foi dito, os preços dos bens não-comercializáveis convergem lentamente para o nível dos preços internacionais e a taxa de câmbio real sofre uma valorização.

A valorização cambial tende a provocar um aumento da demanda por produtos importados e déficits em conta corrente. Se as exportações superam importações temos uma

³ Essas duas variáveis serão tratadas com maiores detalhes na próxima seção.

balança comercial superavitária (as exportações estão sendo suficientes para pagar as importações). Para que isto ocorra, as exportações de bens e serviços têm que ser maiores que as importações, caso contrário estaremos comprando mais do que podemos pagar, significando déficit em conta corrente. A valorização cambial afeta no curto prazo a balança comercial, a de serviços não-fatores e, no médio e longo prazo, a de serviços de fatores, pela acumulação de dívida e capital estrangeiro.

A melhor maneira de entender o que significa um déficit em conta corrente, pela ótica do gasto, é recorrer a uma identidade macroeconômica básica⁴. O produto interno bruto (Y) é igual ao somatório das despesas com consumo (C), Investimento (I) e gastos do governo (G), mais o saldo das exportações e importações de bens e serviços não-fatores ($X-M$)⁵:

$$Y = C + I + G + (X - M) \quad (1)$$

Reordenando a identidade 1:

$$(X - M) = Y - (C + I + G) \quad (2)$$

Com isso observa-se que o déficit em conta corrente surge quando há um excesso de gastos em relação à renda nacional, isto é, quando $(C + I + G) > Y$. Se $M > X$ o país está recebendo poupança externa que pode estar entrando como financiamentos ou com investimento estrangeiro, seja direto ou em carteira. Este último, atraído pelas taxas de juros (os investidores procuram aplicar em países que têm taxas de juros maiores que as próprias), normalmente, estes investimentos são voláteis e a qualquer expectativa de queda nas taxas de juros ou mudanças na política cambial os investidores podem sair do país e causar perda

⁴ Neste caso estamos considerando o Y como sendo PIB. Caso contrário, a identidade seria $PNB = C + I + G + (X - M) - RLE$. A conta corrente seria equivalente à balança comercial menos a renda líquida enviada ao exterior.

⁵ Baseado em Williamson, 1983.

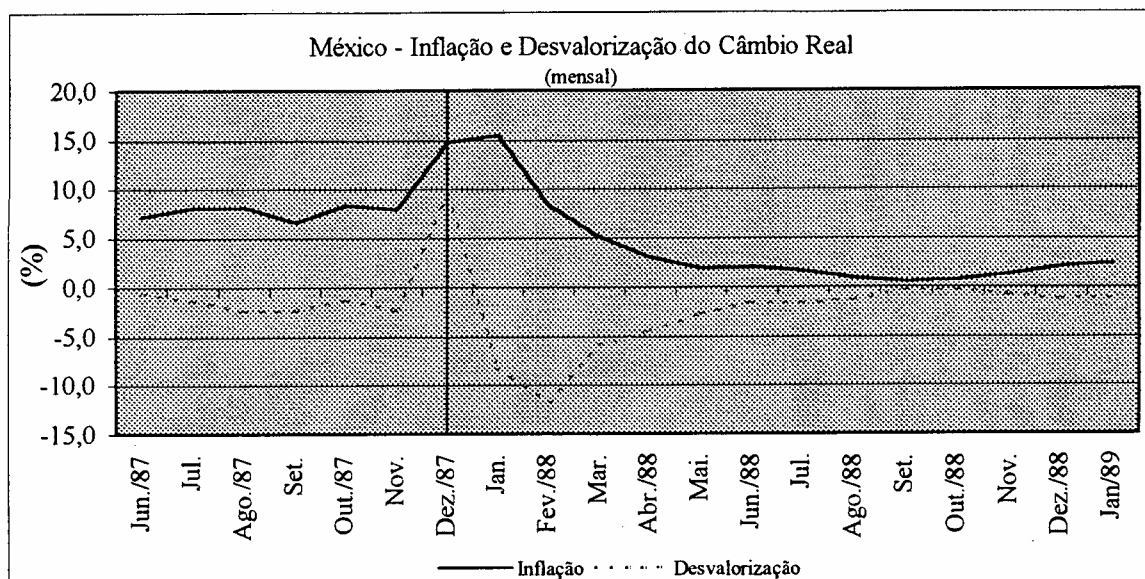
de reservas internacionais. Já os investidores diretos tendem a ter projetos de longo prazo e são, portanto, menos sensíveis a taxa de juros e à política cambial. Isto ocorre porque geralmente os investimentos diretos estão aplicados em ativos menos líquidos. No entanto, depois de 15 anos os investidores diretos podem remeter ao exterior montantes similares aos investimentos em carteira.

Déficits em conta corrente podem ser sustentados por investimentos externos, mas no entanto, quanto maior a liquidez na economia, maior será o risco de um ataque especulativo que poderá culminar na desvalorização cambial e na volta da inflação.

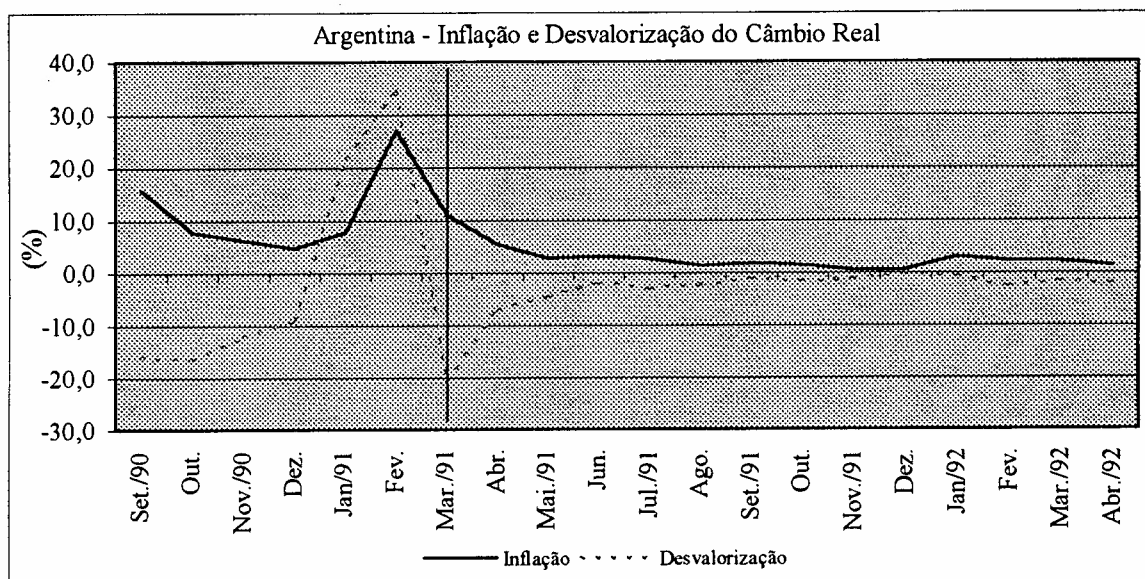
Quando a taxa de câmbio nominal é flexível, o ajuste da conta corrente pode ser alcançado através da desvalorização da taxa de câmbio nominal. A desvalorização provoca a alta dos preços de bens importáveis e exportáveis. Os bens não-comercializáveis, porém, não aumentam de preço, a produção desloca-se para os bens comercializáveis e o consumo para os bens não-comercializáveis, podendo levar a um superávit na balança comercial.

Nos gráficos 1,2 e 3 abaixo podemos mostrar empiricamente o comportamento dos preços, da taxa de câmbio e da balança comercial nos países em estudo. O primeiro gráfico mostra a variação mensal da taxa de inflação e da taxa de câmbio real, nos seis meses anteriores e nos doze meses seguintes à estabilização. Claramente, vemos que assim que os planos foram colocados em prática há uma redução da taxa de inflação e uma valorização da taxa de câmbio real (No gráfico 1, queda significa valorização).

Gráfico 1 – A Trajetória da Inflação e da Taxa de Câmbio Real



Fonte: Banco de México.

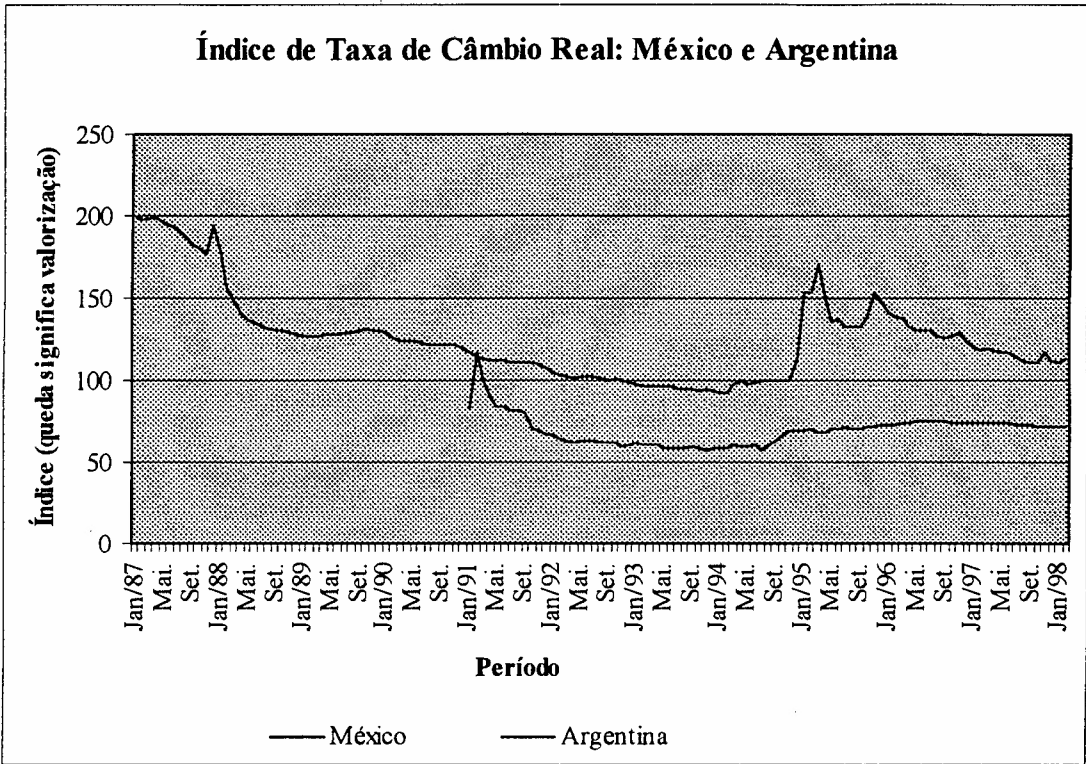


Fonte: INDEC.

No gráfico 2, observa-se a trajetória da taxa de câmbio real. Nos dois países, a taxa de câmbio sofre uma valorização, que é representada pela queda das duas curvas no

momento da adoção do plano⁶. Apesar das desvalorizações, representadas pelos trechos ascendentes da curva, no caso do México em dezembro de 1994, e na Argentina, em julho de 1994, é importante destacar que em nenhum dos países, nem mesmo no México, que sofreu uma grande desvalorização, a taxa de câmbio real voltou ao nível em que se encontrava no momento da adoção do plano.

Gráfico 2 – A Taxa de Câmbio Real

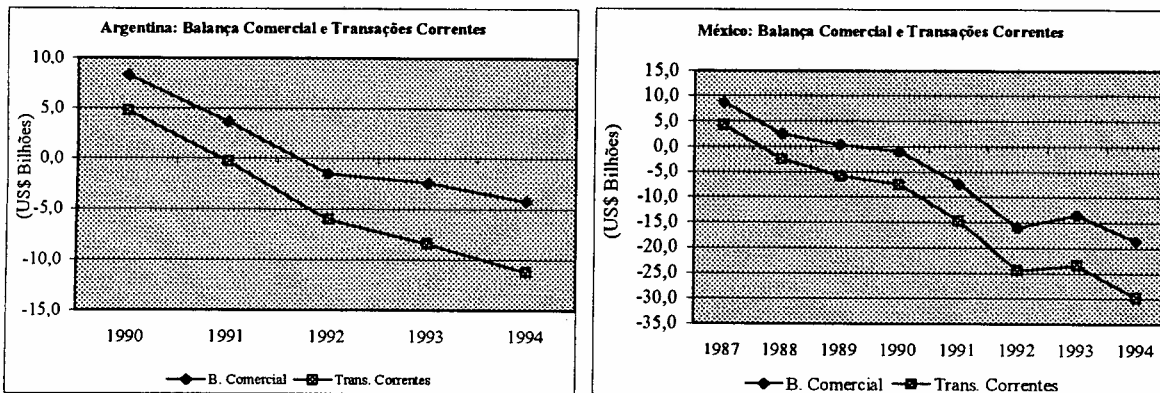


Fonte: INDEC e Banco de México.

A influência negativa da valorização cambial sobre as contas externas pode ser observada por meio do gráfico 3. Tanto o México quanto a Argentina passam de uma situação de superávit na balança comercial para uma situação de déficit. As transações correntes do balanço de pagamentos também seguem a mesma trajetória.

⁶ No México o plano foi adotado em dezembro de 1987 e na Argentina em março de 1991.

Gráfico 3 – As Contas Externas



Fonte: Banco de México, INEGI e INDEC.

Em resumo estes três gráficos mostram que: *Nos planos de estabilização baseados em âncora cambial, as taxas de inflação caem rapidamente, sem que esta queda seja suficiente para chegar aos níveis de desvalorização cambial ou inflação internacional. O resultado é uma sobrevalorização cambial que leva a um desequilíbrio das contas externas.*

Queremos agora identificar que variáveis podem acelerar ou retardar a convergência da taxa de inflação.

1.3 - A Taxa de Câmbio Real e a Taxa de Câmbio Nominal

Já que vamos tratar da velocidade de convergência da taxa de inflação em países que utilizam o câmbio como âncora para estabilização da economia é necessário definir a variável taxa de câmbio e distinguir taxa de câmbio nominal de taxa de câmbio real. A taxa de câmbio nominal indica o preço relativo entre duas moedas, ou seja, quantas unidades de moeda de um determinado país são necessárias para se trocar pela moeda de outro país. A taxa de câmbio real mede o preço relativo entre dois bens:

$$RER = \frac{\text{Preço dos Bens Comercializáveis}}{\text{Preço dos Bens Não Comercializáveis}}$$

Para entender melhor a diferença, toma-se como exemplo uma economia que produza, em concorrência perfeita, apenas um bem, com apenas um insumo, sem a utilização de mão-de-obra. Suponha-se ainda que tanto o bem quanto o insumo sejam bens comercializáveis. Isto é, podem ser comprados ou vendidos no mercado interno e/ou no mercado internacional. O preço doméstico do produto vai ser igual ao preço internacional (dólares por tonelada) multiplicado pela taxa de câmbio nominal (reais por dólar) e a arbitragem internacional iguala os preços domésticos aos preços internacionais. Se houver uma desvalorização de 10%, o único efeito será uma mudança equivalente a 10% nos preços nominais do bem e do insumo. Não havendo mudanças nos preços reais, tanto a receita quanto o custo marginal não se modificam e permanecem inalterados os níveis de consumo e produção desta economia.

Suponha-se agora que insumo e produto necessitem da mão-de-obra, fator de produção que não poderá ser adquirido no mercado internacional. Neste caso, uma desvalorização de 10% aumentará as receitas marginais tanto do produto quanto do insumo, mas os salários permanecem inalterados ou tendem a cair, deslocando para cima a receita marginal numa proporção maior do que o custo marginal. Tende-se a um incremento na demanda por mão-de-obra até que a receita marginal se iguale novamente ao custo marginal, o que eleva a produção do bem. Neste segundo exemplo, observa-se que a desvalorização não causa apenas mudanças nos preços nominais, mas também nos preços relativos entre os bens comercializáveis (primeiro e segundo fatores) e o bem não-comercializável (terceiro fator), indicando uma mudança na taxa de câmbio real.

A partir destes dois exemplos podemos também explicar porque a balança comercial é influenciada pela taxa de câmbio real. No primeiro caso, vemos que a desvalorização nominal não trouxe mudanças entre receita marginal e custo marginal, sem nenhum estímulo portanto para que se altere a produção de nenhum dos bens e o saldo da balança comercial. No segundo caso, entretanto, observe que o fato do preço do trabalho permanecer temporariamente mais barato, portanto custos menores, há um estímulo ao aumento da produção dos bens (produto e insumo). Isto é, como os bens comercializáveis ficam mais caros no mercado doméstico, cai a demanda por estes bens, mas a produção interna aumenta, dado o diferencial entre receita e custo marginal. A implicação disto é uma queda das importações e aumento das exportações de bens comercializáveis e, portanto, um aumento do saldo comercial.

Dado que o preço dos bens comercializáveis internacionalmente é constante, valorização e desvalorização cambial implicam queda e aumento, respectivamente, no custo de produção doméstico dos bens comercializáveis. No primeiro caso há uma perda de competitividade do país, e no segundo, um ganho.

A definição anterior, no entanto, não é consensual entre os economistas. Embora aceite-se comumente que a taxa de câmbio real é um preço relativo, no entanto, não há concordância sobre qual preço relativo pode ser chamado de taxa de câmbio real.

Uma das primeiras definições de taxa de câmbio real (e) é a da paridade do poder de compra (ppp). Segundo essa definição, a taxa de câmbio real é igual à taxa de câmbio nominal (E) multiplicada pela relação entre o nível de preços internacionais (P^*) e o nível de preços domésticos: $e_{ppp} = EP^*/P$. Quando o regime de câmbio é flutuante, de acordo com a teoria da ppp, a taxa de câmbio nominal (E) varia para manter constante a relação eP/P^* .

A taxa de câmbio real também foi definida dentro de modelos de economia dependente (é o caso de Dornbusch 1974, 1980a; Krueger 1978, 1982; Frenkel e Mussa 1984; Neary and Purvis 1983). Segundo esses autores, a taxa de câmbio real é definida como: $e = P_T^*/P_N$, onde P_T^* é o preço mundial dos bens comercializáveis e P_N é o preço dos bens domésticos não-comercializáveis, excluindo tarifas de comércio.

Podemos citar ainda três definições⁷: 1) a taxa de câmbio real é o preço relativo dos bens comercializáveis dividido pelo preço relativo dos bens não-comercializáveis $e = P_T/P_N$; 2) o preço relativo dos bens para importação dividido pelos preços dos bens não-comercializáveis, $e_{TM}=P_M/P_N$; e 3) a relação entre os preços domésticos para exportação e preços não-comercializáveis, $e_{TX} = P_X/P_N$.

A controvérsia não se restringe à definição da taxa de câmbio real. No momento em que pretendemos mensurá-la, esbarramos novamente em um problema: quais serão as contrapartidas no mundo real para os preços dos bens comercializáveis no mercado internacional e dos bens não-comercializáveis no mercado doméstico?

Quatro alternativas de índices podem ser utilizados: o índice de preços ao consumidor (IPC); os índices de preços no atacado (IPA); deflatores do PIB e indexadores de salários. A alternativa tradicional é utilizar os índices de preços ao consumidor de dois países. Esse tipo de índice tem sido utilizado para calcular taxas de câmbio real baseadas na ppp. Os preços dos bens internacionais seriam representados pelo IPC de um país que representasse melhor os preços internacionais e os preços domésticos seriam representados também pelo IPC. A vantagem de se utilizar esse índice é que praticamente todos os países

⁷ Para uma discussão mais aprofundada sobre definições de taxa de câmbio, ver Edwards, 1989.

têm essa medida, que abrange vários produtos, sendo portanto, um bom indicador de competitividade. Uma desvantagem apresentada é que na composição do IPC consta um grande número de bens não-comercializáveis.

Os defensores da utilização do IPA argumentam que este índice é composto principalmente por bens comercializáveis, o que resolveria alguns dos problemas apresentados pelo IPC. No entanto, o fato do IPA conter muitos bens comercializáveis e estes normalmente tenderem a ser semelhantes entre os países, a taxa de câmbio real encontrada não varia o suficiente para medir as mudanças na competitividade. Além disso, tanto o IPC quanto o IPA podem na sua composição apresentar pesos diferentes para os produtos entre os países.

A terceira alternativa seria a utilização de deflatores do PIB. A vantagem é que o deflator representa uma medida do índice de preço da produção agregada e não está sujeito a distorções provenientes de controles de preços. Assim, ao medir a taxa de câmbio real através de deflatores, teríamos um bom indicador de mudança na competitividade. A desvantagem principal é que, na maioria dos países, sua periodicidade é anual e, além disso, o deflator tem na sua composição muitos bens não-comercializáveis, a mesma desvantagem de se usar o IPC.

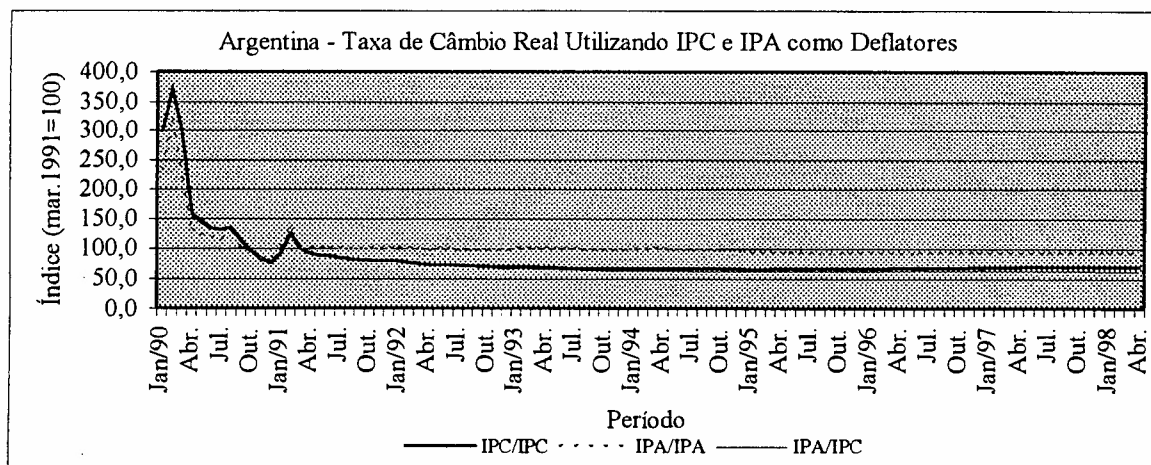
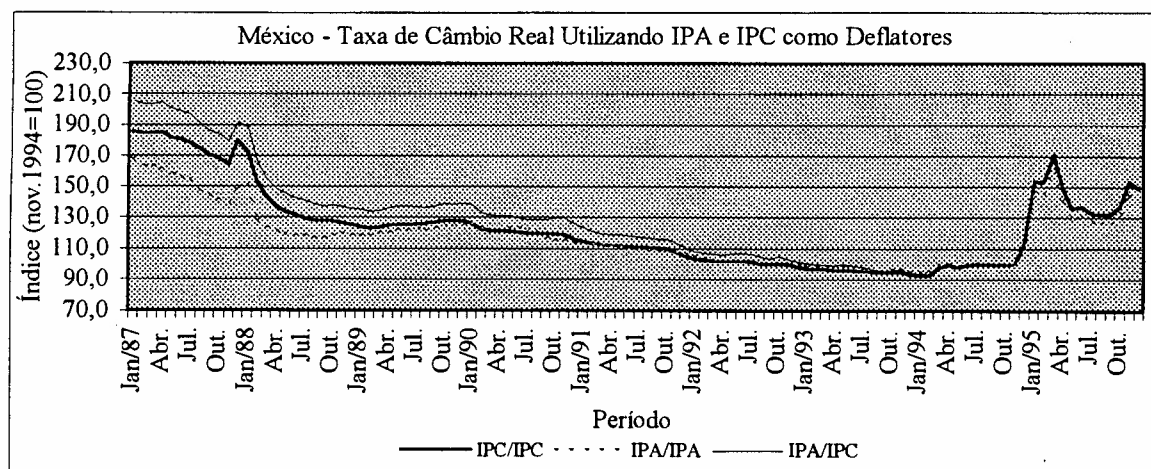
Finalmente, uma quarta medida que pode ser utilizada é a razão entre unidades de custo de trabalho entre países. Este índice mede diretamente a competitividade entre países, pois indica quantas horas de um trabalhador de um país A pode ser comprada com o salário médio de um trabalhador de um país B. O argumento dos defensores desta medida é que os custos relativos do trabalho são mais estáveis do que os preços relativos dos bens. No entanto, esta medida também apresenta inconvenientes: 1) o comportamento deste indicador

é muito sensível a mudanças cíclicas de produtividade; e 2) é um dado que não está facilmente disponível.

As duas medidas mais fáceis, em termos estatísticos, de serem encontradas são o IPC e o IPA. Para escolher qual destas medidas utilizar, construímos, separadamente para a Argentina e México, a taxa de câmbio real utilizando os dois índices. Três medidas diferentes foram empregadas. Na primeira os preços dos bens comercializáveis internacionalmente foram representados pelo IPC dos Estados Unidos e os preços dos bens não-comercializáveis pelo IPC dos dois países. Na segunda medida, utilizou-se o IPA para os dois tipos de bens. Finalmente, uma terceira tentativa foi realizada com o uso do IPA dos Estados Unidos para representar os bens comercializáveis e o IPC de cada país para representar os bens não-comercializáveis. No gráfico 4, apresenta-se os resultados, com os quais pode se concluir que no período anterior aos planos de estabilização havia uma maior discrepância entre as três medidas. A partir da implementação dos planos, as duas medidas que utilizam os índices iguais (IPC/IPC e IPA/IPA) vão se aproximando, no caso do México. Já para a Argentina, observa-se uma menor valorização quando a taxa de câmbio é medida pelo índice de preços no atacado. Embora a trajetória seja a mesma para as três medidas e todas apontem para a valorização cambial, quando analisa-se a variação ano a ano a diferença é significativa. Como estamos querendo medir também a competitividade dos países, e, sobretudo, no caso da Argentina em que a utilização do IPA apresenta uma menor desvalorização cambial, optamos pela adoção do (IPC), tanto para os bens comercializáveis,

quanto para os bens não-comercializáveis⁸.

Gráfico 4 – Câmbio Real Deflacionado pelo IPC e pelo IPA



1.4 - O Equilíbrio da Taxa de Câmbio Real

O equilíbrio da taxa de câmbio real corresponde ao preço relativo entre o bem comercializável e o não-comercializável que resulta em equilíbrio externo e interno. O

⁸ Em Pastore e Pinotti (1995), os autores optam pelo (IPC) e constataam empiricamente, que no período de 1972 a 1994, para o Brasil, havia uma grande discrepância entre medir a taxa de câmbio real através do IPA e do IPC.

equilíbrio externo é alcançado quando os saldos de conta corrente do balanço de pagamentos são compatíveis com o fluxo de capital de longo prazo. O equilíbrio interno se dá quando a demanda é igual a oferta agregada de bens domésticos em pleno emprego. O mercado destes bens estará em desequilíbrio enquanto a demanda for maior do que a oferta, ocasionando pressões inflacionárias ou vice-versa.

O equilíbrio externo é somente alcançado quando o nível doméstico de taxas de juros se iguala ao do resto do mundo. Caso as taxas de juros domésticas estejam mais altas, há uma entrada de capital e um superávit na conta corrente, caso estejam mais baixas há uma saída de capital e um déficit em conta corrente.

Choques de curto prazo na economia podem influir nas trajetórias de equilíbrio interno e externo. Um aumento na poupança doméstica (provocado por uma queda no déficit público ou aumento na propensão a poupar), por exemplo, causa queda de consumo, redução da demanda global e consequentemente recessão no mercado interno. Do ponto de vista externo, esse aumento de demanda diminui importações e deste modo pode melhorar a situação da balança comercial e da conta corrente do balanço de pagamentos, e por conseguinte a taxa de câmbio poderia se valorizar.

As variáveis econômicas, que afetam tanto o equilíbrio externo quanto o equilíbrio interno, são chamadas de fundamentos e podemos classificá-los em dois tipos: externos (termos de troca, transferências e taxas de juros internacionais); e os domésticos (tarifas de importação e exportação, controle de capitais, composição dos gastos governamentais e déficit público). Os fundamentos e a taxa de câmbio real determinam a situação interna e externa de um país. Na próxima seção, introduz-se alguns exemplos de como os fundamentos influenciam a taxa de câmbio real.

1.5 – Influência dos Fundamentos sobre a Taxa de Câmbio Real

O objetivo desta seção é introduzir as variáveis fundamentais e como estas podem provocar mudanças na taxa de câmbio real. Esta será uma breve introdução, no capítulo 2, através de um modelo que analisa os choques externos será apresentada uma análise mais detalhada.

Imposição de uma Tarifa Permanente sobre as Importações

A primeira consequência da imposição de uma tarifa permanente é um aumento do preço doméstico dos produtos importados. Haverá uma redução na demanda por estes bens e também no volume importado. Por outro lado, através do efeito substituição, aumentará a demanda por bens não-comercializáveis e para que o mercado destes bens permaneça em equilíbrio será necessário um aumento de preços. O incremento dos preços dos bens não-comercializáveis em relação aos comercializáveis provoca uma mudança nos preços relativos e na taxa de câmbio real. Portanto, a imposição de uma tarifa de importação permanente resultará em uma valorização da taxa de câmbio real.

Abertura da Economia aos Capitais Externos

A imposição de restrições sobre o movimento de capitais e o relaxamento destas restrições também afetam a taxa de câmbio. Supondo que todas as restrições ao movimento de capitais sejam retiradas. O influxo de capitais provocará um nível de gasto corrente maior de todos os bens, incluindo os bens não-comercializáveis. Para que o mercado destes bens permaneça em equilíbrio, os preços aumentarão causando uma valorização da taxa de câmbio real.

Gastos do Governo

A variável gasto do governo também é outra variável que afeta a taxa de câmbio real. Um aumento da participação dos bens não-comercializáveis na composição dos gastos do governo provocará pressões de excesso de demanda naquele mercado, resultando num aumento de preços dos bens não-comercializáveis e numa valorização da taxa de câmbio real.

Deterioração nos Termos de Troca Internacionais

A deterioração nos termos de trocas implica aumento no preço doméstico dos bens importados e consequentemente uma redução na demanda por estes bens. Através do efeito substituição tem-se um aumento na demanda por bens não-comercializáveis. No entanto, a queda no mercado mundial dos preços dos bens comercializáveis produzidos no país deve diminuir a renda real. Se o efeito substituição for muito grande, ou seja, se a elasticidade preço da demanda por importados for muito grande, haverá uma queda na demanda por estes bens e o resultado será uma valorização da taxa de câmbio real. Mas se a elasticidade preço for pequena, as deteriorações nos termos de troca poderão levar a uma desvalorização da taxa de câmbio real.

1. 6 - Conclusão

Nesse primeiro capítulo, o objetivo principal foi apresentar o problema que será abordado neste estudo ou seja: **a lenta convergência da taxa de inflação aos níveis internacionais, observada em planos de estabilização baseados em âncora cambial.** Com os exemplos do México e Argentina observamos como se comportaram, desde o início dos programas, as variáveis inflação, taxa de câmbio real e suas consequências para as

contas externas. A variável taxa de câmbio real foi apresentada, assim como as variáveis que a determinam e influenciam.

A relevância para o estudo teórico do regime cambial fixo e das políticas macroeconômicas está no fato de que a inconsistência entre ambos resulta em desalinhamentos da taxa de câmbio real. Por sua vez, os desalinhamentos da taxa de câmbio real podem levar a crises cambiais, e para evitar que isso ocorra é necessário que a fonte de desequilíbrio entre regime cambial e macroeconomia seja identificada. A partir do próximo capítulo identificaremos, através da teoria econômica, que políticas macroeconômicas são incompatíveis com o regime cambial fixo e portanto **contribuem para a demora da convergência da taxa de inflação à taxa de desvalorização.**

O próximo passo é estudar como a teoria econômica aborda o regime cambial fixo mais especificamente através do Enfoque Monetário do Balanço de Pagamentos, da caracterização dos bens comercializáveis e não-comercializáveis e por fim os fundamentos que afetam ambos os preços dos bens e suas consequências para a taxa de câmbio real.

Capítulo 2 – Dois Modelos para o Entendimento da Dinâmica da Taxa de Câmbio Pós-Estabilização

2.1 - O Modelo do Enfoque Monetário do Balanço de Pagamentos⁹

A abordagem monetária do balanço de pagamentos (Johnson 1958, Johnson e Frenkel, 1976; Dornbusch 1973a,b, 1975a) tem um papel importante nos planos de estabilização baseados em âncora cambial, pois é a partir dela que estes planos são concebidos. Neste modelo, objetivamos mostrar como moeda e gasto afetam a balança comercial e o Balanço de Pagamentos como um todo.

2.1.2 - Pressupostos do Modelo

Assume-se que a economia é aberta e portanto o nível de preços do país é determinado pelo nível de preços mundial. Dada uma taxa de câmbio fixa ou administrada os preços internos correspondem ao preço internacional vezes a taxa de câmbio e os custos de transporte.

Pressupõe-se ainda pleno-emprego. O modelo apresentado é simples e concentra-se na perda ou ganho de reservas internacionais, ignorando a composição do balanço de pagamentos em conta corrente e conta de capital.

A autoridade monetária determina o volume de crédito doméstico, porém as reservas internacionais, o outro fator condicionante da base monetária, são determinadas endogenamente.

⁹ Esta parte da dissertação está baseada em Johnson e Frenkel (1976).

2.1.3 - O Modelo Básico

O modelo monetário apresentado, para uma economia pequena, é suficiente para apontar as principais conclusões deste enfoque. A quantidade de moeda demandada M_d depende do produto real y , da taxa de juros i , e dos preços internacionais e domésticos p .

$$M_d = pf(y, i) \quad (1)$$

A oferta de moeda é:

$$M_s = R + D \quad (2)$$

Onde: R são as reservas internacionais e D representa os créditos do Banco Central. O equilíbrio monetário é dado pela igualdade entre oferta e demanda por moeda. Chamaremos de g a taxa de crescimento por unidade de tempo de uma variável subscrita, por exemplo, g_R , representando a variação das reservas. Igualando oferta e demanda por moeda e isolando R , tem-se:

$$R = M_d - D \quad (3)$$

$$\text{e } g_R = \frac{1}{R} B(t) = \frac{M_d}{R} g_{M_d} - \frac{D}{R} g_D \quad (4)$$

Onde $B(t) = dR/dt$ (4a), isto é, a variação das reservas internacionais é igual ao balanço de pagamentos. Por sua vez, temos que o resultado do Balanço de Pagamentos é igual a diferença entre a variação na demanda por moeda e o aumento do crédito. Fazendo $r = R/M_s = R/M_d$ a razão inicial das reservas e substituindo por g_{M_d} , chega-se a:

$$g_R = \frac{1}{r} (g_p + \eta_y g_y + \eta_i g_i) - \frac{1-r}{r} g_D \quad (5)$$

Para simplificar, assumiremos como sendo constantes os preços mundiais e as taxas

de juros. η denota elasticidade e sendo assim tem-se que:

$$g_R = \frac{1}{r} \eta_y g_y - \frac{1-r}{r} g_D \quad (6)$$

A equação (6) permite mostrar que o crescimento das reservas e o balanço de pagamentos estão positivamente relacionados ao crescimento doméstico e à elasticidade renda da demanda por moeda, e negativamente relacionado à taxa de expansão de crédito doméstico. Simplificando-o mais uma vez e assumindo que não temos crescimento ($g_y=0$), chega-se a:

$$g_R = -\frac{1-r}{r} g_D \quad (7)$$

A equação (7) nos diz que o crescimento das reservas e do balanço de pagamentos são inversamente relacionados à taxa de expansão de crédito doméstico. Ou seja, se aumenta o crédito doméstico, diminuem as reservas

Partindo dos resultados encontrados através das 7 equações, podemos dizer que para um dado crédito inicial D e uma quantidade de reservas internacionais R , a oferta de moeda também estará dada. Com o nível de preços determinado exogenamente, a demanda por moeda como estoque também é dada. A diferença entre oferta e demanda por moeda corresponde às mudanças nas reservas internacionais. Partindo de uma posição inicial de excesso de oferta de moeda, as reservas decrescem. Como as reservas são um componente da oferta monetária, há uma contração desta última, diminuindo a diferença entre demanda e oferta de moeda. O equilíbrio será recuperado quando a variação nas reservas for igual a zero e demanda e oferta por moeda se igualarem.

Com este modelo simples podemos enunciar várias conclusões do enfoque até aqui. Primeiro, a variação em $B(t)$, (em 4a), não é uma definição de superávit ou déficit em conta corrente. B , definido como a soma da conta corrente e de capital, representa o próprio Balanço de Pagamentos. Segundo, assume-se flexibilidade de preços em todos os mercados, desta forma, o modelo monetário não tem efeitos reais. Terceiro, assume-se que qualquer excesso de estoque de moeda se reflete imediatamente num influxo líquido de bens e ativos de igual magnitude.

Para analisar como o enfoque monetário considera a desvalorização cambial, mantém-se o mesmo modelo e o pressuposto de que os preços domésticos devem seguir a trajetória dos preços internacionais. Além disso, introduz-se a possibilidade de modificação na taxa de câmbio. A desvalorização é representada por uma mudança instantânea na taxa de câmbio e, portanto, na demanda por moeda é representada pela equação:

$$M_d = \rho p_f f(y, i) \quad (8)$$

Onde p_f é o nível de preços internacionais e ρ o preço da moeda estrangeira em termos de moeda doméstica (taxa de câmbio nominal). A taxa de crescimento das reservas é dada por:

$$g_R = \frac{1}{r}(g_p + g_{pf} + \eta_y g_y + \eta_h g_i) - \frac{1-r}{r} g_D \quad (9)$$

Observando a equação 9, pode-se identificar algumas características da desvalorização neste modelo. Primeiro, a desvalorização é equivalente à contração no crédito doméstico a diferença entre eles é apenas o fator $(1-r)$ e sua função é deflacionar os saldos reais domésticos, fazendo com que os residentes tentem restaurá-los através dos mercados internacionais de bens e de títulos. Segundo, como a desvalorização, neste caso,

só ocorre uma vez, esta pode afetar de forma transitória o Balanço de Pagamentos. Para que haja uma melhora no Balanço de Pagamentos, é necessário um decréscimo na taxa de expansão de crédito doméstico. Lembre-se que, no modelo anterior a taxa de câmbio era fixa, $g_p = 0$, neste modelo, com a introdução da desvalorização tem-se que $g_p > 0$.

Se as autoridades decidirem baixar a taxa de juros para diminuir a dívida do governo e isto causar um aumento de crédito, os efeitos transitórios da desvalorização cambial poderão ser neutralizados. Para que o equilíbrio seja restaurado, é necessário, mais uma vez, uma contração no crédito doméstico.

O que deve ser enfatizado neste exemplo é que *uma desvalorização tende a produzir apenas efeitos temporários*. Isto é, a desvalorização aumenta o nível de preços domésticos, por que o nível de preços internacionais estará sendo elevado. Os residentes domésticos, por sua vez, diminuem seus gastos em relação à renda, e recompondo os seus saldos monetários reais, provocando uma redução na absorção permitindo um superávit na conta corrente. A conta corrente positiva significa um influxo de reservas, aumentando a base monetária. O aumento da quantidade de moeda na economia aumenta o gasto, até o ponto em que os residentes retenham a quantidade de moeda desejada. Eventualmente a demanda atinge um novo equilíbrio em relação à renda e o superávit de pagamentos desaparece. O ajuste no enfoque monetário do Balanço de Pagamentos é feito, portanto, através do estoque de ativos.

Para esta dissertação dois pontos são importantes. O primeiro, como anunciado no início da seção, é a inspiração no enfoque do balanço de pagamentos dos planos de estabilização baseados no câmbio fixo ou administrado. A idéia é a de que se não houver desequilíbrios nas políticas monetárias e de crédito e nas necessidades de financiamento do

setor público, ao fixar a paridade do câmbio o governo pretende que os preços domésticos passem a subir junto com os preços externos.

O segundo ponto mais importante para a nossa análise deriva da própria suposição do enfoque monetário de que os preços relativos tem um papel secundário no ajuste do balanço de pagamentos. Basicamente o Enfoque Monetário do Balanço de Pagamentos enfatiza a demanda por moeda como principal motor de ajuste. Na próxima seção expõe-se a importância dos preços relativos, assim como a distinção entre dois tipos de bens: comercializáveis e não-comercializáveis e a influência deste último na lenta convergência da taxa de inflação.

2.2 – Bens Comercializáveis e Não-Comercializáveis – O Modelo para Economia Dependente¹⁰

O objetivo deste tópico é mostrar por meio de um modelo de economia dependente, o papel dos bens comercializáveis e não-comercializáveis no equilíbrio interno e externo da economia.

A apresentação do modelo é dividida em três partes principais. Na primeira parte, definem-se os dois tipos de bens; na segunda, mostra-se o comportamento da oferta e da demanda dos dois setores e como é alcançado o equilíbrio interno e externo. Na quarta parte, são introduzidos distúrbios ao modelo e suas implicações para o ajustamento para o equilíbrio. Finalmente, na última, analisam-se mudanças nos termos de troca.

¹⁰ Esta parte da dissertação está baseada em Dornbusch (1980).

2.2.1 - Bens Não-Comercializáveis, Bens para Importação e Exportação:

Definição.

Um bem é chamado de não-comercializável quando os custos de transporte e/ou a política comercial o impedem de ser negociado no mercado internacional. Analogamente, o bem comercializável é aquele que tanto pode ser vendido no mercado doméstico quanto no mercado internacional.

Para fins de exposição do modelo, assume-se que o bem comercializável é composto, isto é, inclui bens de exportação e bens de importação e o bem não-comercializável também é composto, mas não é transacionado fora do país em que foi produzido.

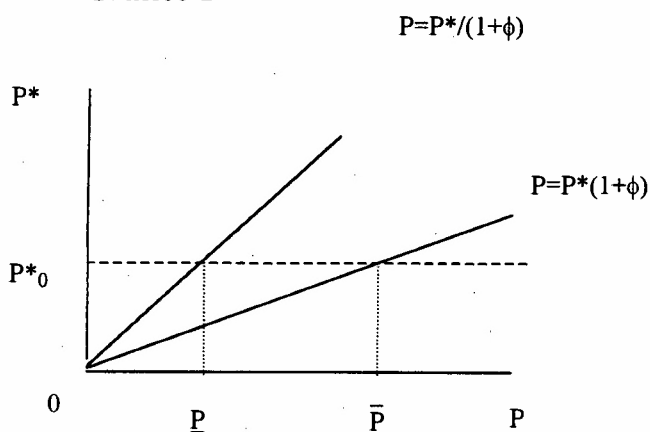
Os bens podem ser classificados em três tipos: bens para importação, para exportação e bem não-comercializável. O bem será exportado quando o preço doméstico somado aos custos de transporte for menor ou igual ao preço externo: $P(1+\phi) \leq P^*$; sendo P o preço doméstico, P^* o preço do mercado mundial e ϕ a percentagem sobre o preço correspondente ao custo de transporte. O bem será importado quando o preço do bem internacional somado ao custo de transporte for menor ou igual ao preço doméstico: $P^*(1+\phi) \leq P$.

A partir destas duas definições teremos dois limites. O primeiro, em que o preço está na margem entre ser não-comercializável e exportado: $P(1+\phi) = P^*$. O segundo dado pelo preço máximo ao qual o bem que era não-comercializável torna-se importado: $P^*(1+\phi) = \bar{P}$.

Supondo que um aumento na demanda pelo bem não-comercializável eleve seu preço, superando o limite máximo, conseqüentemente o bem deixa de ser não-comercializável e passa a ser importado. Isto pode ser melhor explicitado com a ajuda do gráfico 1. No qual o eixo vertical representa o nível de preços mundial e o eixo horizontal o

nível de preços domésticos. Dado um nível de preços internacional P^*_0 , traçando-se uma reta horizontal tem-se os limites \underline{P} e \bar{P} no mercado doméstico, cuja distância representa o intervalo onde o bem é não-comercializável¹¹, ou seja, protegido da competição internacional pelo custo de transporte. Neste modelo, admite-se que existe um grupo de bens que é suficientemente protegido para permanecer não-comercializável a qualquer preço relevante.

Gráfico 1



2.2.2 - Pressupostos do Modelo

Para fins de construção e exposição do modelo faz-se necessário assumir que: 1) os termos de troca são exógenos (mudanças na política doméstica não influenciam os termos de troca); 2) os bens de exportação e importação estão agregados em um bem composto (chamado de comercializável); 3) a economia trabalha em pleno-emprego e que existe mobilidade de trabalho entre os dois setores, com retornos decrescentes. Pressupõe-se também que no curto prazo, existe um fator capital específico, fixo e imóvel, para os dois

¹¹ Os serviços, tais como corte de cabelo, mecânico, médicos, dentistas, são um exemplo de bens não-comercializáveis.

setores (bens comercializáveis e não comercializáveis).

A demanda por trabalho em cada setor é função da tecnologia, do estoque de capital e do salário produto. O salário produto é o salário medido em termos de bens produzidos em cada setor.

2.2.3 - Lado da Oferta e da Demanda

Lado da Oferta

O equilíbrio no mercado de trabalho é dado pela igualdade (1) entre o total da força de trabalho e a demanda por trabalho em cada setor.

$$L_T\left(\frac{W}{P_T}, K_T\right) + L_N\left(\frac{W}{P_N}, K_N\right) = L \quad (1)$$

Onde W é o salário nominal; P_T e P_N são os preços dos bens comercializáveis e não-comercializáveis; K_T e K_N , o estoque de capital em cada setor; e L é a força de trabalho agregada. A demanda por trabalho em cada setor é função decrescente da relação salário produto. O salário de equilíbrio, dado pela equação (2) é uma função dos preços dos produtos e da dotação de capital:

$$W = W(P_N, P_T; K_T, K_N) \quad (2)$$

O salário de equilíbrio é uma função dos preços dos produtos, para um estoque de capital e produtividade dados, i.é:

$$\hat{W} = \gamma \hat{P}_N + (1 - \gamma) \hat{P}_T = \hat{P}_T - \gamma(\hat{P}_T - \hat{P}_N) \quad 0 < \gamma < 1 \quad (3)$$

Com $\gamma \equiv \xi_N \alpha_N / (\xi_N \alpha_N + \xi_T \alpha_T)$

As variáveis com o sinal (^) significam mudança percentual e $\xi_{N,T}$ são as elasticidades da demanda por trabalho em cada setor (bens não-comercializáveis e comercializáveis) e $\alpha_{N,T}$ são as frações de trabalho também em cada setor. A equação (3) mostra que a variação no salário de equilíbrio é igual à variação no preço dos bens comercializáveis ajustado por mudanças nos preços relativos dos bens comercializáveis em relação aos bens não-comercializáveis.

Reordenando P_T ou P_N do lado esquerdo, deriva-se a relação entre salário-produto e preços relativos:

$$\hat{W} - \hat{P}_T = -\gamma(\hat{P}_T - \hat{P}_N) \quad \hat{W} - \hat{P}_N = (1-\gamma)(\hat{P}_T - \hat{P}_N) \quad (3^a)$$

Nessa equação, pode-se observar que um aumento do preço relativo (P_T/P_N) diminui o salário de equilíbrio em termos de bens comercializáveis e aumenta o salário real em termos de bens não-comercializáveis. Como a demanda por trabalho é função decrescente do salário produto, há uma queda na demanda por trabalhadores do setor de bens não-comercializáveis e aumento na demanda por mão-de-obra no setor de bens comercializáveis.

A partir de (2) ou (3a) e das funções demanda por trabalho, pode-se observar que emprego e produto em cada setor são função de preços relativos:

$$Y_T = Y_T(v) \quad Y_N = Y_N(v) \quad (4) \text{ onde } v \equiv \frac{P_T}{P_N}$$

Na equação (4), a produção de bens comercializáveis é uma função crescente do preço relativo de seus bens. O total do produto no setor de bens não-comercializáveis cai quando o preço relativo (v) aumenta. É importante ressaltar que essas ofertas correspondem a ofertas de pleno emprego ao longo da curva de transformação.

A Demanda

As funções demanda por bens comercializáveis e não-comercializáveis dependem do preço relativo v e do gasto real em termos de bens não-comercializáveis:

$$D_N = D_N(v, E) \qquad D_T = D_T(v, E) \qquad (5)$$

$D_{N,T}$ são as funções demanda; E é o gasto real em termos de bens domésticos. O aumento no gasto real eleva a demanda pelos dois tipos de bens. Já o aumento nos preços relativos dos bens comercializáveis, diminui a sua demanda. Essa redução da demanda é dada tanto pelo efeito renda (queda do salário produto) quanto pelo efeito substituição (bens não-comercializáveis mais baratos). Com relação aos produtos não-comercializáveis, o efeito é ambíguo. De um lado, a demanda aumenta por causa do efeito substituição, de outro, diminui por causa do efeito renda.

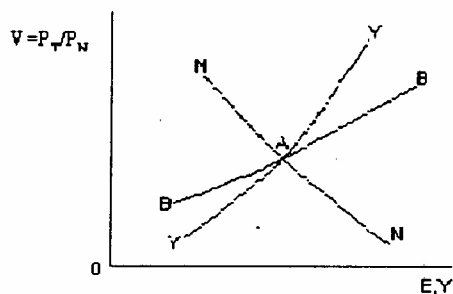
A definição de gasto real é a seguinte:

$$E \equiv D_N + vD_T \qquad (6)$$

2.2.4 - Equilíbrio Interno e Externo

No gráfico 2, o eixo vertical mede os preços relativos (v) e o eixo horizontal, o gasto ou produto (E, Y). A curva YY mostra o valor do produto em termos de bens não-comercializáveis para cada preço relativo. O aumento no preço relativo dos bens comercializáveis, que afeta positivamente os bens não-comercializáveis, reflete-se em aumento dos bens não-comercializáveis no produto, portanto a curva YY é positivamente inclinada. A relação é definida pela equação (7):

Gráfico 2



$$Y \equiv Y_N + vY_T \quad (7)$$

O equilíbrio externo é representado pela curva BB cuja inclinação também é positiva.

Isso ocorre porque o aumento nos preços relativos de bens comercializáveis causa uma queda na demanda por estes bens tanto no mercado doméstico quanto no mercado internacional. A consequência é uma diminuição das importações e uma melhora no saldo comercial. A restauração do equilíbrio se dá com o aumento na demanda por bens comercializáveis e, portanto, com um aumento no gasto (E).

Ao longo da curva NN, encontramos o equilíbrio do mercado de bens não-comercializáveis. Um aumento no preço relativo dos bens comercializáveis provoca queda na demanda por estes bens e um aumento na demanda por bens não-comercializáveis. Para restaurar o equilíbrio é necessário uma queda no gasto (E), demonstrando que NN é negativamente inclinada.

Nesse modelo, uma mudança nos preços relativos não afeta a renda líquida. Isto é, do lado dos consumidores, diminui-se a renda no montante $D_1 dv$, mas do lado dos produtores, aumenta-se a renda em $Y_1 dv$. A renda líquida só é alterada caso haja mudança

nos termos de troca.

As equações das curvas BB e NN são:

$$Y_T(v) = D_T(v, E) \quad (8)$$

$$Y_N(v) = D_N(v, E) \quad (9)$$

2.2.5 - O Desequilíbrio

O equilíbrio interno e externo, dado pela equação (10) e (10a), é alcançado quando o excesso de renda sobre o gasto for igual ao superávit comercial e o mercado de bens comercializáveis e não-comercializáveis estará em equilíbrio.

$$Y - E = v(Y_T - D_T) + (Y_N - D_N) \quad (10)$$

ou

$$v(Y_T - D_T) = (D_N - Y_N) + (Y - E) \quad (10a)$$

Na equação (10a), o lado esquerdo representa a balança comercial. Através desta equação pode-se observar que os desequilíbrios da balança comercial podem ser causados por dois motivos: 1) um desequilíbrio no mercado de bens não-comercializáveis ($D_N > Y_N$); e 2) um excesso de gasto sobre a renda ($Y < E$). Portanto, um superávit comercial reflete um aumento de renda sobre o gasto ou um excesso de demanda por bens não-comercializáveis.

Como pôde ser visto na apresentação do problema objeto deste estudo, países com planos de estabilização baseados em âncora cambial costumam apresentar déficits na balança comercial. O modelo apresentado e discutido acima mostra que déficits e superávits na balança comercial são ou resultantes de mudanças no preços relativos dos bens comercializáveis e não comercializáveis ou de excesso de gastos em

relação a renda nacional.

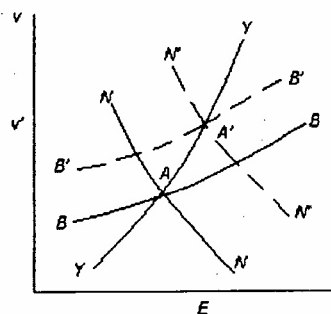
2.2.6 - Introduzindo Alguns Distúrbios ao Modelo

Vamos introduzir algumas mudanças ao modelo para observarmos como a taxa de câmbio real acomoda os diferentes distúrbios. Os pressupostos do modelo são os seguintes:

- flexibilidade de preços, para assegurar pleno-emprego;
- gasto igual à renda;

A primeira situação de desequilíbrio é causada por um deslocamento da demanda de bens não-comercializáveis para bens comercializáveis. No gráfico 3, o equilíbrio inicial está no ponto A. O deslocamento da demanda significa que neste ponto existe um excesso de oferta de bens não-comercializáveis e um déficit comercial. Para corrigir o desequilíbrio é necessário um aumento nos preços relativos de bens comercializáveis para o ponto v' e um aumento nos gastos para E' . Este aumento em moeda doméstica dos bens comercializáveis e do preço relativo entre o bem comercializável e o bem não-comercializável é a própria definição de desvalorização cambial. Portanto, a desvalorização neste modelo da economia dependente tem como objetivo elevar o preço relativo do bem comercializável.

Gráfico 3



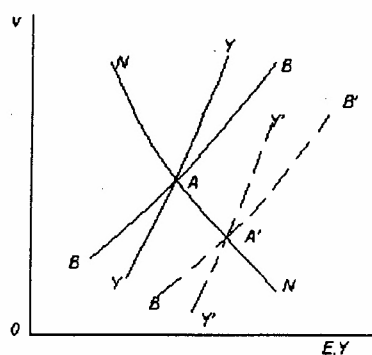
Considera-se agora uma transferência recebida pelo país. A curva YY (gráfico 4) desloca-se para direita, representando um aumento de produto e gasto. A curva BB também se deslocará de $1/m$, sendo m a propensão a gastar em bens comercializáveis.

O resultado da transferência é sentido, num primeiro momento sobre os bens não-comercializáveis, ocasionando aumento de demanda e de gasto destes bens. O incremento da demanda reflete-se também em elevação do preço dos bens não-comercializáveis. Num segundo momento, com os preços dos bens não-comercializáveis mais caros, há um deslocamento de demanda em direção aos bens comercializáveis. O aumento nos preços dos bens não-comercializáveis persistirá até que o mercado se equilibre ou até que o aumento na demanda por bens comercializáveis e, portanto, o déficit comercial seja igual à transferência.

O equilíbrio externo também é influenciado pelo nível de oferta dos bens, já que o aumento inicial de demanda por bens não-comercializáveis induz a um deslocamento da produção de bens comercializáveis para a produção de bens não-comercializáveis. O saldo comercial pode registrar uma piora no saldo comercial tanto por causa do aumento na

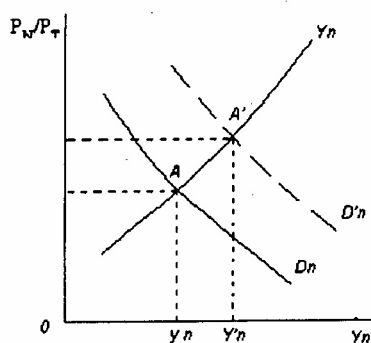
demanda por bens comercializáveis (implicando em aumento de importações), quanto por uma redução na sua produção (diminuição da oferta destes bens para venda). O destaque, neste exemplo, é o aumento dos preços dos bens não-comercializáveis e a consequente redução dos preços relativos (v), que representa uma valorização da taxa de câmbio real e atrapalha no processo de redução da inflação.

Gráfico 4



O terceiro e último caso é o do aumento de produtividade no setor de bens comercializáveis. Suponha que tenha havido uma melhora na tecnologia do país causando um aumento de produtividade no setor de bens comercializáveis. Para cada nível de produto não-comercializável houve um aumento no nível de produto comercializável, consequência do aumento de produtividade.

Gráfico 5



Partindo do ponto de equilíbrio inicial (ponto A, gráfico 5), o aumento de produtividade eleva o valor do produto marginal do trabalho, acima do salário inicial. Há um incremento da demanda por trabalho e consequentemente dos salários. O resultado é um deslocamento da mão-de-obra do setor de bens não-comercializáveis para o setor de bens comercializáveis. Com o aumento do emprego e da produtividade há um aumento de produto, graficamente o ponto A se desloca para A'. O ponto A' ainda não é o ponto de equilíbrio e para que este seja restaurado é necessário que $D_N = Y_N$, a renda seja igual a gasto. Isso ocorrerá no ponto A'', onde pleno emprego é restaurado.

O objetivo deste tópico foi apresentar os bens comercializáveis e não-comercializáveis, sua importância para o equilíbrio interno e externo da economia e porque o preço relativos entre estes bens pode ser chamado de taxa de câmbio real. O mais importante, no entanto, é que ao apresentar a distinção entre bens comercializáveis e não-comercializáveis na economia pode-se compreender melhor como se dá o processo de ajustamento na economia e porque a fixação da taxa de câmbio para que os preços domésticos passem a subir de acordo com os preços internacionais não leva a uma convergência imediata do nível de preços. Com a exposição dos choques externos e suas

implicações para o nível de preços relativos, pode-se compreender como mudanças nos fundamentos podem atrapalhar na convergência da taxa de inflação aos níveis de preços internacionais. No próximo tópico apresenta-se um modelo que permite analisar as consequências dos choques externos sobre a taxa de câmbio real.

2.3 - Choques Externos e Mudanças na Taxa de Câmbio Real

Nesse tópico é apresentado um modelo de uma economia pequena e dependente na qual existem três bens: um bem importado; um bem para exportação e um bem não comercializável.

Os pressupostos do modelo são: 1) dois bens são produzidos domesticamente (produto não-comercializável e para exportação) e dois produtos são consumidos domesticamente (importado e não comercializável); 2) os produtores maximizam seus lucros através das vendas de bens para exportação e bens não comercializáveis, e para isso utilizam fatores de produção fixos; 3) os consumidores maximizam sua função utilidade, de acordo com a sua renda, através da compra de bens domésticos e importados; 4) os preços dos bens para importação e exportação são dados e portanto os termos de troca são exógenos ao país; e 5) o preço relativo dos bens não comercializáveis e o equilíbrio da taxa de câmbio real (P_T/P_N) são endógenos ao modelo, isto é, determinados pela oferta e demanda.

O equilíbrio neste modelo se dá quando o gasto é igual a renda (equilíbrio externo) e quando a demanda agregada por bens não comercializáveis é igual à oferta (equilíbrio interno). A condição de equilíbrio externo pode ser descrita como:

$$R(1, q) + (T - p)E_T = E(T, q, u) \quad (1)$$

Onde R é a função receita da economia; E a função gasto da economia que permite

auferir o nível mínimo de gasto necessário para atingir o nível de utilidade u ; sendo q o preço do bem não-comercializável; o bem exportado é o bem numerário e seu preço é igual a 1; T corresponde ao preço doméstico do bem importado, isto é $T = p(1+t)$, onde p é o preço mundial do bem, e t a tarifa *ad valorem*.

A função gasto depende do preço dos bens não comercializáveis q e do preço dos bens importados T . A função receita depende do preço de exportação e do preço dos bens domésticos q .

Na equação (1), temos do lado esquerdo a renda da economia, ou seja, renda da produção mais a receita do governo com a aplicação da tarifa. Usando a propriedade de que o volume de importações é igual a derivada parcial da função gasto em relação aos preços domésticos das importações, vemos que o segundo termo do lado esquerdo é igual a receita com tarifas. Do lado direito da equação (1) temos a função gasto da economia.

A condição para equilíbrio interno é que oferta e demanda de bens não comercializáveis sejam iguais, sendo que a oferta de bens domésticos é dada pela derivada parcial da função receita com relação ao preço relativo de bens não comercializáveis (q), e similarmente a demanda por bens domésticos é dada pela derivada da função gasto em relação a q :

$$R_T(1, q) = E_T(T, q; u) \quad (2)$$

As equações (1) e (2) representam o equilíbrio nesta economia pequena e hipotética. Os efeitos sobre o equilíbrio da taxa de câmbio real e na velocidade de convergência da inflação movimentos nos termos de troca e mudanças nas políticas comerciais nesta economia podem ser visualizados por meio do modelo acima apresentado, aplicando os recursos da estática comparativa.

2.3.1 - Imposição de Tarifa

Diferenciando a equação (1) no equilíbrio inicial com $T = p$, mudanças em T são acompanhadas de variações equivalentes em p , ou vice-versa, de modo que u permanece constante. Diferenciando a equação (2), com $du=0$, usando a decomposição da equação de Slutsky, a propriedade de homogeneidade das funções demanda e oferta, e convertendo para elasticidades, obtém-se:

$$d \log(1/q) / dt = -(\eta - \alpha\beta) / (\varepsilon + \eta - \alpha\beta) \quad (3)$$

Onde η é a elasticidade preço da demanda por importações (definida positiva); α é a elasticidade renda da demanda por importações; β é a fatia do bem importado no total do consumo; e ε é a elasticidade preço da oferta de exportações. Finalmente, a partir da decomposição de Slutsky, chega-se a $\eta - \alpha\beta$ que é positiva, igual ao efeito do próprio preço compensado na demanda por importados.

A equação (3) mostra que quando uma tarifa é imposta, o preço dos bens domésticos necessariamente aumenta. Isso ocorre porque com os preços dos bens importados mais altos, há um efeito substituição em direção aos bens domésticos. Como não existe efeito renda, o preço relativo de bens não comercializáveis depende somente do efeito substituição, o qual contribui para um aumento em (q) . Além disso, é facilmente verificado que a magnitude desse aumento depende positivamente da elasticidade preço da demanda por importados e negativamente da elasticidade de oferta de exportações e da elasticidade renda da demanda por importações. O resultado do aumento de preços domésticos é uma apreciação da taxa de câmbio real na produção (uma queda em $1/q$). Portanto, a imposição de tarifas é um fator que contribui para a lenta convergência da taxa de inflação.

2.3.2 - Liberalização de Comércio

Considere agora uma liberalização de comércio. Assume-se que no equilíbrio inicial T é igual a p . Como o objetivo é o efeito da liberalização do comércio, supõe-se que os aumentos de preços sejam acompanhados por quedas mais que proporcionais nas tarifas. Isolando du (no caso diferente de zero) após a diferenciação da equação (1) e substituindo este resultado por du na diferenciação total da equação (2), usando a homogeneidade e as propriedades de Slutsky nas derivadas e convertendo-as em elasticidades, obtém-se:

$$d \log(1/q)dt = -\eta(1-\gamma)/[\varepsilon(1-\alpha\beta\gamma) + \eta] \quad (4)$$

Onde $\eta > 0$ é o valor absoluto da elasticidade preço da demanda compensada por importações, i.e., $\eta = \eta - \alpha\beta$; e $\gamma = t/(1+t)$ que é a medida da distorção inicial. Uma comparação das equações (4) e (3) revela que as expressões para mudança na taxa de câmbio real de produção, $1/q$, são idênticas se a distorção inicial for zero. No entanto, com t e consequentemente γ positivos, mudando-se a tarifa, altera-se o nível de renda real da economia. Esta alteração influencia também a demanda agregada por bens não-comercializáveis e, portanto, o equilíbrio da taxa de câmbio real. Uma redução em t diminui a demanda por bens não-comercializáveis via efeito substituição, padrão descrito no tópico anterior. Isso tende a reduzir o preço dos bens domésticos, e deste modo a favorecer uma desvalorização da taxa de câmbio real (um aumento em $1/q$).

Por outro lado, a redução em t também tende a aumentar os níveis de renda real da economia o que causa um aumento na demanda por todos os bens, incluindo bens não comercializáveis. O aumento da demanda por bens não-comercializáveis leva a um aumento de preços desses bens e a uma apreciação da taxa de câmbio real de produção, $1/q$. Mas, desde que todos os bens sejam normais, o efeito renda não pode compensar o efeito substituição e a expressão do lado direito da equação (4) deve ser negativa, embora seja

menor (em valor absoluto) do que o correspondente na equação (3) com $\gamma = 0$.

Portanto, a redução da tarifa de importações ($dt < 0$) necessariamente aumenta $1/q$, isto é, causa uma depreciação na taxa de câmbio real. Mas, a magnitude, em termos de percentagem do crescimento, é menor quanto maior for o nível de tarifas que inicialmente prevalece na economia. Neste segundo caso, temos que a liberalização do comércio diminui o preço dos bens comercializáveis e é um fator que acelera a convergência da taxa de inflação.

2.3.3 - Choques nos Termos de Troca

As mudanças nos termos de troca mundiais influenciam a restrição orçamentária agregada da economia, exercendo um efeito renda sobre as decisões de gasto. Este efeito é igual ao resultante de mudanças nas tarifas quando há uma distorção inicial dos fluxos comerciais. Para determinar o efeito de mudanças nos termos de troca sobre o preços dos bens não-comercializáveis diferencia-se a equação (1) e isolando no lado direito du, substituindo essa expressão na equação diferencial (2), e convertendo em elasticidades, obtém-se:

$$(5) \quad d\log(1/q) = -(\eta - 1)/[\epsilon + \eta - \alpha\beta]$$

A equação (5) é positiva ou negativa dependendo da elasticidade preço da demanda por importação, i.e., menor ou maior do que 1. Assim como a tarifa, uma deterioração nos termos de troca (um aumento em p) aumenta a demanda por bens domésticos de acordo com o efeito substituição, dado por η . No entanto, os deslocamentos dos termos de troca também diminuem a renda real pela redução do preço relativo dos bens comercializáveis produzidos domesticamente no mercado mundial. Somente se o efeito substituição for suficientemente grande (i.e., se $\eta > 1$) o q aumentará (e deste modo $1/q$ cairá) em resposta a

um aumento de p . Assim, se a elasticidade preço é pequena, as deteriorações nos termos de troca levam a uma depreciação da taxa de câmbio real de produção (um aumento em $1/q$), e contrariamente se $\eta > 1$, ocorrerá uma apreciação real (uma queda em $1/q$).

Concluindo, a imposição de tarifas tende a apreciar a taxa de câmbio real devido ao efeito substituição de bens importados por bens não comercializáveis. O aumento na demanda por bens não comercializáveis leva a um aumento de preços e por consequência apreciação da taxa de câmbio real. Com a liberalização comercial o que ocorre é uma queda nos preços dos bens não comercializáveis e portanto uma depreciação da taxa de câmbio real. Vale lembrar que a queda em t leva a uma queda na demanda por bens domésticos, através do efeito substituição, mas há um aumento na demanda por estes bens pelo efeito renda. No entanto, supondo que os bens sejam normais, o efeito renda não superará o efeito substituição e o resultado final é uma depreciação da taxa de câmbio real.

A diferença principal entre a imposição de tarifas e a liberalização comercial é que onde há uma imposição de tarifas, não existe efeito renda na mudança de política, e a resposta da taxa de câmbio real dependerá somente do efeito substituição. No caso da liberalização comercial, assumindo que os níveis de tarifas sejam inicialmente menores, tanto o efeito substituição quanto o efeito renda influenciam a resposta da taxa de câmbio real.

A análise dos termos de troca nos mostra que uma deterioração leva a uma depreciação da taxa de câmbio real se a elasticidade preço for pequena e se a elasticidade preço for maior do que 1 teremos uma apreciação cambial.

Através deste modelo identifica-se alguns fatores que contribuem para a lenta convergência da taxa de inflação: a imposição de tarifas tende a causar uma elevação de preços e portanto dificulta a convergência.

Por outro lado, a liberalização do comércio leva a uma maior competitividade dos bens comercializáveis e consequentemente à queda dos preços desses bens e contribui para a convergência da taxa de inflação. Apesar deste efeito de queda nos preços dos bens comercializáveis, a liberalização comercial também pode levar a um aumento na demanda por bens não-comercializáveis (através do efeito renda), podendo causar um aumento de preços destes bens.

Capítulo 3 – Um Estudo Sobre os Casos de Argentina e México

Neste capítulo, inicialmente apresenta-se o ciclo das estabilizações baseadas na política cambial¹². O objetivo é identificar, a partir deste ciclo, as variáveis que podem pressionar os preços e contribuir para a convergência da inflação. Após a identificação das variáveis analisa-se cada uma delas separadamente e em seguida expõe-se resumidamente em que contexto as estabilizações foram implementadas e as principais medidas adotadas. Finalmente, analisam-se os dados de Argentina e México.

3.1 - O Ciclo das Estabilizações Baseadas no Câmbio

É interessante observar a diferença na primeira fase do ciclo das estabilizações baseados em âncora monetária e âncora cambial. No primeiro caso, a adoção de políticas monetária e fiscal contracionistas diminui a inflação, contudo, gera, na primeira fase pós estabilização, uma recessão. Já nos planos de estabilização baseados no câmbio, a relação entre queda de inflação e produto é bem diferente. Após a implementação do plano, o país pode vir a apresentar uma pequena, ou até mesmo nenhuma, fase recessiva e em seguida o produto passa a crescer acima dos níveis anteriores. A causa do crescimento do produto é o aumento do consumo pessoal que, por sua vez, é determinado pela elevação dos salários reais e a devolução do imposto inflacionário à população.

O aumento dos salários reais ocorre porque ao se fixar a taxa de câmbio parte dos preços da economia, os preços dos bens comercializáveis, são inibidos. Os salários são como bens não-comercializáveis que por algum tempo continuam a se reajustar normalmente.

¹² Esta parte do texto está baseada no estudo de Kiguel e Leviatan (1992).

Além disso, a maioria dos trabalhadores, em países com inflação alta e crônica, não têm acesso ao sistema bancário e, desta forma, não conseguem proteger os seus saldos monetários do aumento de preços. A maior parte do imposto inflacionário acaba sendo paga por estes trabalhadores, implicando, ao menos para eles, a queda da inflação implica aumento de renda real disponível.

A expansão da produção também decorre de uma percepção, por parte dos agentes, da melhora nas perspectivas da economia. O consumo também é estimulado por um efeito-riqueza, derivado da valorização dos ativos financeiros. Por fim, o aumento do crédito na economia é também um fator que contribui para a fase expansiva do ciclo das estabilizações baseadas no câmbio. Este incremento no crédito é causado pelo aumento da quantidade de dinheiro na economia e pela elevação dos depósitos. Quanto ao crédito externo, a tendência é de uma elevação da entrada de capital estrangeiro e aumento das reservas. O aumento do consumo é um fator que pressiona os preços e consequentemente contribui para a lenta convergência da taxa de inflação aos níveis internacionais e também para a valorização da taxa de câmbio real.

O aquecimento da demanda doméstica afeta diretamente os preços relativos da economia provocando queda dos preços dos bens comercializáveis em relação aos bens não-comercializáveis. Isto ocorre porque os primeiros têm seus preços mais controlados devido à concorrência dos bens comercializáveis importados. Uma consequência desta situação e também da liberalização das importações, uma terceira característica dos planos de estabilização baseados na âncora cambial, é a deterioração da balança comercial.

Portanto, a trajetória das estabilizações pode ser descrita como tendo duas fases: na

primeira, a taxa de inflação cai, no entanto, não alcança os níveis de inflação internacionais;

na segunda fase temos um processo lento de convergência da taxa de inflação. Pode haver uma terceira fase (caso do México em dezembro de 1994), em que a diferença entre as taxas de inflação doméstica e internacional levam a uma valorização cambial que é percebida como insustentável pelos agentes. Estes se antecipam e causam um choque especulativo, que pode culminar numa desvalorização cambial e na volta da inflação.

A descrição deste ciclo das estabilizações permite salientar três pontos principais: 1) o aumento da demanda e consequentemente do consumo é um fator importante de pressão sobre a taxa de inflação; 2) os fluxos de capitais externos que se por um lado compensam os déficits em conta corrente, por outro, contribuem para a valorização da taxa de câmbio real e portanto para a lenta convergência da taxa de inflação e 3) a inércia inflacionária, ou seja, o fato de que nem todos os preços aderem à taxa de câmbio e de que nos países com inflação alta e crônica existe uma forte indexação que na maioria das vezes não é eliminada no momento da adoção do plano.

Nesta seção, analisam-se duas variáveis que estão diretamente ligadas ao aumento do consumo: o déficit público e os fluxos de capital. A terceira variável, a inércia inflacionária será abordada em seguida. Primeiro, apresenta-se relação entre o regime cambial e a disciplina financeira para mostrar de que maneira o déficit público contribui para a valorização cambial, em seguida, o papel dos fluxos de capital e, por fim, a inércia inflacionária.

3.2 - O Regime Cambial e a Disciplina Financeira¹³

Os defensores da utilização do câmbio fixo argumentam que a adoção deste regime

¹³ Esta parte do texto está baseada no texto de Bijan, Aghevli, Moshin e Montiel (1991).

impõe um grau de disciplina financeira que não é encontrado no regime de câmbio flexível. A idéia é a de que o regime de câmbio fixo desencoraja a utilização da inflação como forma de financiamento e assim a estabilidade dos preços é mais facilmente atingida. Por sua vez, os defensores da utilização do câmbio flexível não acreditam que o estabelecimento do câmbio fixo determine uma disciplina financeira. Ao contrário, acreditam que a adoção do câmbio fixo acaba levando a uma crise financeira seguida de desvalorização.

Nesta seção, analisa-se a relação entre o regime de câmbio e a disciplina financeira. O objetivo é responder a três seguintes perguntas: qual a natureza da disciplina financeira imposta pela utilização da taxa de câmbio fixa? A adoção do câmbio fixo impõe esta disciplina? Quanto custa uma mudança da taxa de câmbio em relação a uma contração fiscal para trazer o ajustamento externo?

Com o intuito de responder às duas primeiras perguntas, considere o funcionamento da taxa de câmbio fixa numa economia pequena e aberta. Para derivar as condições gerais adota-se os seguintes pressupostos: a inflação mundial determina a taxa de inflação doméstica; a elasticidade renda da demanda por moeda é igual a 1; a taxa de crescimento da demanda por moeda depende do crescimento do produto real e da taxa de inflação; e parte da oferta de moeda é lastreada por reservas internacionais. Existe um limite mínimo para a quantidade de reservas, e para um nível abaixo, o regime de câmbio fixo pode ser abandonado. O crédito do Banco Central ao sistema financeiro e governo não pode se elevar a uma taxa maior do que a taxa de crescimento da demanda nominal por moeda. Caso isto aconteça, a criação de moeda doméstica substituirá as reservas internacionais e, da mesma forma, se o limite de reservas for ultrapassado, a taxa de câmbio fixa pode ser abandonada.

Portanto, a viabilidade da taxa de câmbio fixa depende da taxa de crescimento do

crédito doméstico, que não deve ultrapassar um limite superior específico. Este limite, no entanto, é determinado pela taxa de crescimento da demanda por moeda, a qual depende da taxa de inflação mundial, da taxa de crescimento da renda real e da elasticidade-renda da demanda por moeda. Assim, a taxa de crescimento do crédito doméstico será maior (e o grau de disciplina financeira será menor) quanto mais alta a taxa de inflação, quanto maior a taxa de crescimento da renda real e quanto maior a elasticidade renda da demanda por moeda.

O regime de câmbio fixo é, na verdade, um limite à taxa de expansão de crédito. Em alguns períodos é possível uma rápida expansão de crédito, desde que as reservas internacionais sejam suficientes para este aumento. Quanto maior a quantidade de reservas, maior o período de expansão de crédito que pode ser sustentado e, portanto, menor o grau de imposição de disciplina financeira necessário ao regime de câmbio fixo.

O Banco Central pode obter empréstimos internacionais para sustentar a paridade do câmbio, caso o limite das reservas seja ultrapassado. Deste modo, a expansão de crédito pode ocorrer a uma velocidade maior. Este processo, no entanto, não poderá continuar indefinidamente, pois os credores estrangeiros não estarão dispostos a financiar por tempo indeterminado estas operações de defesa da taxa de câmbio. Normalmente, os credores vão conceder empréstimos enquanto perceberem que o governo é financeiramente solvente. O setor público será considerado solvente se o valor presente de seu pagamento de serviços da dívida (amortização mais juros) for maior ou pelo menos igual ao valor de face de sua dívida existente. O recurso disponível para o serviço da dívida consiste dos superávits primários do setor público mais uma receita de senhoriagem. Assim, o financiamento externo em questão ficará disponível desde que o valor presente de seus superávits antecipados mais a

senhoriagem seja pelo menos igual à dívida líquida do setor público.

No entanto, existe uma certa dificuldade prática em determinar a solvência do governo. O objetivo aqui é apenas mostrar as relações entre as operações do governo e o regime cambial. Ao colocar a taxa de inflação da economia, em princípio, igual a de seus parceiros comerciais, a taxa de câmbio está impondo um limite à receita futura do governo, disponível para o setor público, vinda do imposto inflacionário. Dado um estoque inicial de dívida e de necessidade de solvência, o limite de senhoriagem coloca uma fronteira entre o valor presente de futuros superávits primários do setor público. Se a taxa de câmbio se desvalorizar, menores superávits poderão ser acomodados através da emissão monetária e de uma maior taxa de inflação doméstica. Caso a condição de solvência seja violada, pode ser que as autoridades não sejam capazes de pedir empréstimos e a taxa de câmbio será mantida enquanto as reservas não forem deterioradas. Na falta de uma correção na política, pode haver um ataque especulativo e a taxa de câmbio poderá não ser mais sustentada.

Concluindo, uma taxa de câmbio fixa requer que o país tenha uma disciplina fiscal, no sentido que os superávits primários satisfaçam uma restrição orçamentária intertemporal. Esta restrição poderá ser mais frouxa quanto maior o nível inicial de reservas internacionais, quanto menor a dívida inicial do setor público e quanto maior a receita com senhoriagem. Caso o país não tenha esta disciplina, além de colocar em risco a manutenção do regime cambial, já que os agentes passam a desconfiar da capacidade de solvência da economia, o aumento dos gastos do governo, também aumenta a demanda pelos bens não-comercializáveis e pressiona estes preços. O aumento destes preços diminui a velocidade de convergência da inflação e causa valorização cambial.

O segundo ponto importante a ser abordado na relação entre disciplina fiscal e

regime cambial é o do *trade-off* entre ajustamento da taxa de câmbio e a contração fiscal. A relevância deste assunto está no fato de que quando a taxa de câmbio real começa a se valorizar deve-se adotar uma medida de desvalorização ou de contração fiscal. Este é um dilema que pode aparecer em alguns planos de estabilização cambial. Como observado, estes planos podem levar a desequilíbrios externos e o ajuste pode ser via desvalorização cambial ou contração fiscal. A questão é até que ponto uma contração fiscal pode substituir uma desvalorização no ajustamento dos desequilíbrios externos?

Para responder, suponha-se que um país que tenha utilizado políticas fiscais expansionistas por um período e que o regime cambial adotado é o de câmbio fixo. Assume-se ainda que as políticas fiscais expansionistas causaram aumento da taxa de inflação e consequentemente uma sobrevalorização da taxa de câmbio real que resultou num desequilíbrio da situação externa. Para que um ajustamento através de contração fiscal tenha sucesso, é necessário que o déficit fiscal seja reduzido a um nível sustentável no longo prazo, o que provocaria uma redução no produto de curto prazo.

Além disso, a correção dos desequilíbrios externos requer um aumento no preço relativo dos bens comercializáveis em termos dos bens não-comercializáveis. Este realinhamento de preços relativos pode ser alcançado ou através de desvalorizações, ou através de um período de correção fiscal, em que diminui-se a demanda pelos bens não-comercializáveis de forma que os preços destes bens caíam.

A decisão sobre qual dos dois caminhos é o melhor para o ajuste externo depende dos custos relativos de uma desvalorização e de uma correção fiscal. A escolha deverá ser influenciada pelo grau de flexibilidade de preços e salários, ou seja, quanto mais rígidos os salários e preços, maior e portanto mais custoso será o período de contração fiscal. Neste

caso, uma desvalorização corrige imediatamente os preços relativos e evita os custos sobre o produto associado a um período grande de contração fiscal.

Por outro lado, no caso de preços e salários serem flexíveis, uma contração de demanda agregada, através de uma política fiscal restritiva, levaria a uma queda relativamente rápida nos preços dos bens não-comercializáveis. Deste modo, a taxa de câmbio real iria se depreciar sem intervenção de desvalorização nominal. Além disso, como o aumento de competitividade contribuiria para o ajustamento externo, o grau inicial de contração fiscal não precisaria ser tão severo, como no caso dos preços fixos, para chegar ao ajustamento do setor externo.

Este critério de escolha entre ajustamento da taxa de câmbio ou contração fiscal depende portanto do grau de flexibilidade de preços e salários da economia, independentemente da estratégia de ajustamento escolhida pelas autoridades.

Na presença de rigidez de preços e salários existe uma tendência para que as autoridades prefiram a desvalorização cambial à contração fiscal. Isto no entanto, pode reduzir a credibilidade de uma política anunciada de demanda restritiva, e, deste modo, criar a rigidez para baixo de preços e salários que fariam a desvalorização nominal preferível ao ajustamento fiscal.

Uma consequência desta discussão é que enquanto a taxa de câmbio flexível, ao ajudar os produtores de bens comercializáveis, pode também acabar com a credibilidade do governo em adotar políticas fiscais restritivas e assim tornar mais difícil diminuir a inflação sem impor um custo sobre o produto. Um país que sempre utilizou políticas financeiras prudentes pode desvalorizar de uma só vez em resposta a uma deterioração dos termos de troca. Por outro lado, para um país com tradição inflacionária pode ser difícil fixar a taxa de

câmbio após uma desvalorização, i.e, a não ser que o país esteja preparado para um período de recessão até que a credibilidade seja restabelecida.

Apesar de haver pouca flexibilidade de preços e salários no México e Argentina, há dificuldade em adotar a desvalorização cambial, pois esta pode ser vista como uma quebra de compromisso. No caso destes países, é difícil considerá-los como tendo sempre utilizado políticas financeiras prudentes. O resultado disso é que a possibilidade de uma desvalorização única é encarada com desconfiança por parte dos agentes e a tendência é de que os investidores passem a acreditar na volta da inflação. O México, em dezembro de 1994, é um exemplo desta desconfiança. Portanto, a disciplina fiscal passa a ser importantíssima para os programas, tanto pelo lado do aumento da demanda e dos preços não-comercializáveis quanto pelo fato de que a possibilidade de desvalorização pode ser considerada como um risco para a estabilização.

3.3 - Os Fluxos de Capital

A entrada de capital externo pode financiar investimentos e estimular o crescimento econômico nos países em desenvolvimento e assim ajudar na melhora do padrão de vida destes países. Apesar deste lado positivo, um grande fluxo de capitais também pode causar alguns efeitos macroeconômicos indesejáveis, tais como: expansão monetária rápida, pressões inflacionárias, valorização da taxa de câmbio e aumento do déficit em conta corrente. Portanto, esta variável pode influenciar diretamente a convergência da taxa de inflação e sobre a taxa de câmbio real.

De acordo com Calvo, Reinhart e Leiderman (1993), o influxo de capital externo afeta a América latina de pelo menos quatro maneiras. Primeiro, aumenta a disponibilidade de capital nas economias dos países individualmente e assim os agentes domésticos têm a

possibilidade de distribuir seu consumo ao longo do tempo. Segundo, a transferência de capital para o país aumenta a absorção doméstica que se reflete em aumento dos gastos. Como parte deste aumento recai sobre os bens não-comercializáveis, o resultado pode ser um aumento dos preços relativos e consequentemente valorização da taxa de câmbio real.

Terceiro, os fluxos de capital têm impacto sobre a política econômica dos países. O Banco Central de alguns países procura atenuar a valorização cambial, no curto prazo, e intervém no mercado através da compra, junto ao setor privado, de parte do fluxo de moeda externa. Além disso, para evitar a monetização da economia, as autoridades esterilizam parte dos fluxos de capital. Neste caso, a esterilização contribui para a permanência da diferença entre as taxas de juros domésticas e internacional, acarretando um aumento da dívida interna e contribuindo também para novos influxos. Quarto, fluxos de capital também servem como um indicador para os agentes que participam do mercado financeiro. Um aumento no fluxo de capital para um país pode significar uma perspectiva mais favorável no médio e longo prazo para as oportunidades de investimento. Mas o capital também pode entrar e sair rapidamente, com objetivos apenas especulativos.

3.3.1 – Conceitos Básicos

Vamos apresentar os conceitos básicos sobre os fluxos de capital e sua relação com a acumulação de reservas e o *gap* entre poupança doméstica e investimento. Os fluxos internacionais de capital são registrados na conta de capital do Balanço de Pagamentos, isto é, as compras e vendas de ativos, tais como ações, títulos e terras. Quando um residente doméstico vende um ativo a um comprador não residente, a transação entra como crédito na conta de capital e isto significa que houve um influxo de capital. Da mesma forma, um empréstimo externo feito por um residente (endividamento) ou a compra de ações, no

mercado doméstico, por um estrangeiro (financiamento de capital próprio) é registrado como crédito na conta de capital.

As regras simples de partidas dobradas asseguram que o superávit na conta de capital (CK), está relacionado com o superávit na conta corrente (CC) e com as reservas (RA) e a identidade do balanço de pagamentos é:

$$CC+CK+RA \equiv 0.$$

$$CC+RA=-CK$$

Assim, a soma da conta corrente com o movimento de capitais (representado pelas reservas internacionais) é igual à conta de capital com o sinal trocado. A conta corrente permite observar as mudanças do patrimônio líquido do país diante do resto do mundo. Um país que está com déficit em conta corrente deverá financiá-lo através de um influxo de capital privado ou por uma redução nas suas reservas. Em ambos os casos, o país está diminuindo sua riqueza externa líquida. Pela contabilidade da renda nacional um superávit em conta corrente iguala a diferença entre poupança doméstica e investimento ($CC \equiv S-I$). Por conseguinte, um aumento no déficit em conta corrente pode ter sido causado ou por um aumento no investimento interno ou um declínio na poupança doméstica, ou qualquer combinação entre estas duas variáveis que resultam num aumento da diferença entre investimento e poupança.

No item reservas internacionais são registradas as compras e vendas destas pelo Banco Central mostrando, portanto, a atuação oficial sobre as reservas quando há influxo de capital, esta pode ser realizada de duas maneiras: o Banco Central pode escolher não intervir e assim, o aumento das exportações líquidas de ativos na conta de capital terá como contrapartida um aumento das importações de bens e serviços na conta corrente (a entrada

de capital não será associada com mudanças nas reservas). A outra opção é uma intervenção do Banco Central, através da compra da moeda estrangeira e o aumento da conta de capital é seguido de um aumento na conta de reservas. Neste caso, a diferença entre poupança doméstica e investimento não muda, também não muda a riqueza da economia. O influxo de capital é perfeitamente correlacionado com a mudança nas reservas.

As intervenções do Banco Central no mercado de câmbio nem sempre são numa escala de um por um entre reservas e conta de capital (RA e CK). Os influxos de capitais podem ficar divididos entre aumento do déficit em conta corrente e aumento das reservas.

Através do estudo de Calvo, Reinhart e Leiderman (1996), observa-se com um pouco mais de detalhe os efeitos macroeconômicos do influxo de capitais para países em desenvolvimento. O primeiro efeito decorre do fato de que grande parte dos fluxos de capitais é direcionado para a acumulação de reservas internacionais. Segundo Calvo, No período de 1990 a 1994 a fatia dos fluxos de capital destinado às reservas foi de 35% na América latina. A partir de 1994, a acumulação de reservas começou a dar sinais de recrudescimento transformando-se em déficits em conta corrente. Como exemplo, o caso do México em 1994, quando registrou-se uma grande perda de reservas.

Um segundo efeito dos influxos de capital, é que grande parte deles tem sido associada a uma deterioração da conta corrente. Nos períodos anteriores à entrada de capitais, os países apresentavam superávit em conta corrente e após o influxo passaram a registrar déficits (observamos isto claramente no primeiro capítulo). Esta piora na conta corrente implica aumento do investimento nacional e queda na poupança doméstica.

O terceiro efeito, esperava-se que uma redução na poupança nacional refletisse num aumento do gasto privado com consumo. No entanto, o boom de consumo está sendo

direcionado pelo aumento na importação de bens duráveis.

O quarto efeito, é o rápido crescimento na oferta de moeda tanto em termos nominais quanto em termos reais. Isto decorre da aceleração da atividade econômica observada nos países que recebem estes fluxos de capitais e da redução do custo de oportunidade de se reter moeda.

O quinto efeito, é o aumento nos preços de ações e imóveis. Por fim, o último e mais importante efeito para o nosso estudo, é a marcada apreciação da taxa de câmbio real, como observado no primeiro capítulo.

Estes seis efeitos dos fluxos de capitais sobre outras variáveis chaves da economia são derivados de um modelo padrão de economia aberta. Considerando-se um modelo de consumo e poupança intertemporal em uma economia aberta com mobilidade de capital. Numa simples versão de tal modelo, um consumidor representativo com previsão perfeita escolhe sequências de consumo de bens comercializáveis e não-comercializáveis que maximizam sua utilidade ao longo do tempo.

Vamos supor neste modelo que um país esteja na situação de devedor e que haja uma queda na taxa de juros mundial. Neste caso, a redução da taxa de juros mundial deve reduzir o valor presente da dívida, o que significa um efeito renda positivo. Como os empréstimos estão mais baratos, o consumo deverá aumentar.

Este modelo Fisheriano¹⁴ inclui determinação endógena do investimento, deste modo, o choque da taxa de juros pode ser traduzido em um aumento do investimento. Este aumento, em conjunto com a diminuição das taxas de poupança (e consequentemente do aumento do consumo), implica uma piora do déficit em conta corrente. O aumento de

¹⁴ Esta parte do texto está baseada em Calvo, 1995.

consumo e de gasto ocorre tanto sobre bens comercializáveis quanto sobre bens não-comercializáveis. E aí entra o nosso problema, como a oferta dos bens não-comercializáveis é menor do que a dos bens comercializáveis, o aumento da demanda por estes bens eleva o preço relativo dos bens não-comercializáveis, ou seja, temos uma apreciação cambial.

Deste modo, o modelo de economia aberta padrão nos mostra que o influxo de capitais tende a ser acompanhado por um aumento no consumo e investimento, uma elevação dos encaixes monetários reais e das reservas internacionais, uma apreciação da taxa de câmbio real e uma piora no balanço de pagamentos.

Algumas consequências do influxo de capital causam maior preocupação aos *policymakers*, o influxo de capital pode causar pressões inflacionárias especialmente quando são monetizados. O influxo de capitais também significa aumento de demanda pela moeda de um país, e, neste caso, pode ocasionar apreciação da taxa de câmbio real. Além disso, se o sistema bancário de um país tem dificuldade em absorver os influxos de capital, existe um risco de desestabilização financeira e mesmo de crises bancárias. Por fim, a velocidade com que os capitais entram e saem pode causar instabilidade macroeconômica devido a seus efeitos sobre a inflação.

Alguns instrumentos de política macroeconômica podem ser usados para diminuir o impacto dos fluxos de capitais sobre a economia. A esterilização é o mais popular deles e objetiva isolar os efeitos do influxo de capital sobre a taxa de câmbio e/ou sobre a oferta de moeda, evitando as pressões inflacionárias, a apreciação cambial e a perda de controle sobre o estoque de moeda doméstica.

No entanto, há dúvidas quanto à efetividade das políticas de esterilização e, além disso, seus custos não podem ser ignorados. Isto ocorre porque os investidores

normalmente são atraídos para um país pela promessa de maiores taxas de juros. Com a esterilização, a tendência é a de que o diferencial das taxas de juros continue grande, podendo aumentar ainda mais o influxo de capitais, e valorizando a taxa cambial. O auto custo desta política reside na sua operacionalização, que implica aumento de bônus e títulos e consequentemente aumento da dívida pública.

O controle da entrada de capital é o instrumento utilizado para desencorajar os influxos e sobretudo os capitais especulativos. O Chile, por exemplo, impôs uma necessidade de reservas para os empréstimos internacionais feitos pelo sistema bancário, com o objetivo de restringir os capitais especulativos e evitar sobrevalorização excessiva.

Uma política fiscal restritiva, como um corte nos gastos, pode ser utilizada para compensar os influxos. A idéia é a de que como grande parte dos gastos do governo é com bens não-comercializáveis, *um corte nos gastos diminui a demanda por estes bens e reduz assim a valorização cambial*. Esta idéia de contração fiscal também foi examinada na seção anterior, como sendo uma alternativa à desvalorização cambial.

3.4 - A Inércia Inflacionária

Nos países com inflação alta e crônica desenvolveu-se um mecanismo para isolar o setor real dos efeitos da inflação. Entretanto, o sistema de indexação introduz grande rigidez na economia. Uma vez que a indexação se alastra para a maioria dos setores da economia, as forças inflacionárias passam a exibir um grau de inércia.

Para explicar de que maneira a inércia inflacionária é um dos fatores que contribuem para a lenta convergência da taxa de inflação, apresenta-se nesta seção um modelo desenvolvido por Edwards (1994). Através deste modelo observam-se os mecanismos da indexação da taxa de câmbio e a inércia inflacionária propriamente dita.

Considera-se o caso de uma economia que produz dois tipos de bens: comercializáveis e não-comercializáveis. Assume-se que o preço dos bens comercializáveis é determinado pelo nível de preços internacionais, enquanto que o preço dos bens não-comercializáveis é determinado pela oferta e demanda¹⁵. Assume-se que o país segue um regime de câmbio do tipo *crawling peg*, em que a taxa de câmbio nominal se ajusta de acordo com uma regra numa proporção ϕ ($\phi < 1$) do lag do diferencial de inflação. Assume-se também que salários são ajustados de acordo com uma regra que inclui inflação passada assim como inflação futura esperada. A política monetária é passiva e esta economia pode ser descrita por um conjunto de equações:

$$\pi_t = \alpha\pi_{Tt} + (1 - \alpha)\pi_{Nt} \quad (1)$$

$$\pi_{Tt} = E_{t-1}(dt + \pi_{Tt}^*) \quad (2)$$

$$d_t = \phi(\pi_{t-1} - \pi_{t-1}^*) \quad (3)$$

$$N^D(P_N / P_T, z_t) = N^S(W / P_N) \quad (4)$$

$$w_t = \sum_{k=1}^K \gamma_k \pi_{t-k} + \sigma \pi_t^* \quad (5)$$

Onde: π_t é a variação no nível de preços doméstico; π_{Tt} é a variação no preço dos bens comercializáveis em moeda doméstica no período t ; π_{Nt} é a variação no preço dos bens não-comercializáveis no período t ; d_t é a desvalorização no período t ; π_{Tt}^* é a taxa de inflação mundial no período t ; E_{t-1} é o operador de expectativas, assume-se que as expectativas são formadas no período $t-1$; w é variação dos salários nominais; Z_t é o índice das políticas macroeconômicas agregadas, que inclui expansão monetária; N^D, N^S

¹⁵ Como estamos preocupados com a questão da inflação, não vamos considerar mudanças nos fundamentos tais como termos de troca, grau de proteção e fluxo de capital.

representam a demanda e a oferta por bens não-comercializáveis; π_t^* é a expectativa de inflação no período t ; e ϕ, γ_k são parâmetros que medem o grau de indexação nesta economia e σ é o parâmetro que determina a importância da expectativa da inflação sobre a regra salarial.

A primeira equação mostra que a taxa de inflação doméstica é uma média ponderada da inflação dos bens comercializáveis e não-comercializáveis. Na equação (2) tem-se que as mudanças nos preços domésticos dos bens comercializáveis é igual à taxa esperada de mudança na taxa de câmbio mais a taxa esperada de inflação mundial.

A equação (3) é a regra de desvalorização e significa que a taxa de câmbio é ajustada numa proporção ϕ da taxa de inflação. Se $\phi=1$, tem-se uma regra típica de PPP, onde a taxa de desvalorização corresponde à taxa de inflação.

A equação (4) representa as condições de equilíbrio no mercado dos bens não-comercializáveis. A demanda por bens não-comercializáveis depende dos preços relativos (P_T/P_N) e da demanda agregada (z); a oferta de bens não-comercializáveis é função do salário-produto real.

Finalmente, a equação (5) é a regra de ajustamento dos salários e significa que o aumento de salários depende de dois fatores: a inflação passada até K períodos e a taxa esperada de inflação futura. Assume-se que $(\sum \gamma_k + \sigma) \leq 1$ e o caso especial quando $\sigma=0$ e $\sum \gamma_k = 1$ corresponde a situação onde existe 100% de indexação passada dos salários. Na equação (5) o valor de K determinará o grau de memória inflacionária desta economia. Embora na equação (5) a variável w refere-se a taxa de mudança dos salários nominais, é útil pensá-la como uma variável que pudesse incluir outros custos. Neste sentido, os coeficientes γ_k podem ser interpretados se estivessem resumindo o grau de indexação de outros contratos

(excluindo a taxa de câmbio) da economia.

Este modelo pode ser resolvido para se encontrar uma dinâmica da inflação. Para simplificar considera-se o caso em que salários são ajustados de acordo com a inflação do último período ($K=1$). Assume-se que a regra de ajustamento do salário (5) é uma média ponderada das inflações passadas e da taxa esperada de inflação e (5) $\sigma = 1-\gamma$. As expectativas são racionais, onde as atualizações reais da inflação no período t diferem das expectativas formadas no início do período por uma variável aleatória μ : $\pi_t = \pi_t^* + \mu_t$.

Através das equações (1) a (5) a dinâmica da inflação doméstica pode ser escrita como as seguintes equações diferenciais de primeira ordem:

$$\pi_t = a_1 \pi_{t-1} + a_2 \pi_{t-1}^* + a_3 z_t + \mu \quad (6)$$

sendo que:

$$a_1 = \frac{(\eta + \alpha\epsilon)\phi + \epsilon(1-\alpha)\gamma}{(\eta + \epsilon\alpha) + \epsilon(1-\alpha)\gamma} \quad (7)$$

$$a_2 = \frac{(\eta + \alpha\epsilon)(1-\phi)}{(\eta + \epsilon\alpha) + \epsilon(1-\alpha)\gamma} \quad (8)$$

$$a_3 = \frac{-\delta(1-\alpha)}{(\eta + \epsilon\alpha) + \epsilon(1-\alpha)\gamma} \quad (9)$$

Na equação (6), o coeficiente a_1 mede o grau de inércia da inflação doméstica.. Quanto mais próximo a_1 estiver de 1, maior será o grau de inércia. Como pode ser visto através de a_1 na equação (5), o grau de inércia depende das diferentes elasticidades envolvidas e dos parâmetros de indexação ϕ e γ . Com indexação total da taxa de câmbio, ou seja, $\phi=1$, o coeficiente π_{t-1} torna-se 1, $a_1 = 1$ e o sistema não terá uma âncora. A série de tempo da inflação doméstica exibirá uma raiz unitária e a inflação pode explodir como

resultado de choques exógenos ou de demanda agregada. Ainda de acordo com esta equação, uma redução na taxa de indexação da taxa de câmbio (ϕ) resultará num declínio do valor de a_1 e, deste modo, numa redução do grau de inércia inflacionária da economia. Esta, deve ser a racionalidade de se adotar a taxa de câmbio nominal como âncora.

De acordo com a equação (6), se a indexação é totalmente eliminada e tanto ϕ quanto γ se igualam a zero, a inflação doméstica converge imediatamente à inflação mundial. No entanto, depois que a taxa de câmbio nominal é fixada ($\phi = 0$) algum grau de indexação salarial permanece ($\gamma > 0$), e assim existirá algum grau de inércia e a taxa de câmbio real ficará sujeita a uma apreciação durante o processo de transição. Num sentido, as autoridades ficarão face a um *trade off*, onde de um lado, a âncora da taxa de câmbio reduz a inércia e, de outro lado, acarreta perda de competitividade internacional.

Um pressuposto importante na abordagem da taxa de câmbio nominal como âncora é a credibilidade, ou seja, o público deve acreditar que a partir daquela data do anúncio da medida o coeficiente (ϕ) permaneça baixo. Este pressuposto na verdade é também um argumento dos defensores da utilização da taxa de câmbio como âncora do sistema. Estes defendem a idéia de que a taxa de câmbio é uma variável mais fácil de ser acompanhada do que, por exemplo, um nível constante de base monetária a ser anunciada.

De acordo com o modelo apresentado acima, segue-se da equação (6) que se existir credibilidade sobre o regime de câmbio fixo adotado pelo país, desaparecem as propriedades dinâmicas da inflação e isto ocorreria a partir do momento em que o regime de câmbio fosse adotado. O coeficiente ϕ da equação (6) deveria declinar mostrando a redução do grau de inércia do processo inflacionário. Se por outro lado, faltar credibilidade à âncora cambial, o grau de inércia estimado pela equação (6) não deverá mudar significativamente e a taxa de

câmbio real continuará a se apreciar.

A inflação, mesmo em países que têm grande estabilidade de preços, apresenta inércia. Isto acontece porque a taxa de inflação têm tendência a apresentar movimentos oscilatórios de baixa frequência. Isto significa que choques inflacionários causados, por exemplo, por uma diminuição na oferta agrícola, produzem efeitos inflacionário que têm um grande grau de persistência e demoram para se desfazer.

Quando os salários, ou os valores nominais de alguns preços são reajustados de acordo com a taxa de inflação de um período passado ($t-1$), a taxa de inflação no período seguinte (t) tende a apresentar a verificada em $t-1$. E é esta tendência que caracteriza a persistência dos efeitos de um choque inflacionário sobre as taxas de inflação futuras.

Isto pode ser melhor entendido a partir de um simples exemplo de choque inflacionário causado por uma quebra de safra agrícola. Parte-se de uma situação de equilíbrio e supõe-se que o Banco Central cria moeda a uma taxa mensal constante e igual à taxa de variação do nível de preços, dos salários nominais e da taxa cambial. O aumento dos preços agrícolas elevará o nível geral de preços e também a demanda por moeda. Com este aumento de demanda por moeda, o Banco Central pode atuar de duas maneiras. Na primeira, o Banco Central tem controle sobre os agregados monetários e não aumenta a oferta de moeda de acordo com o aumento da demanda. O resultado é um aumento das taxas de juros, que tornará o crédito mais caro, assim como o custo de oportunidade de reter moeda. O aumento inicial de preços não será aceito pelos compradores e os vendedores terão dificuldades em escoar seus estoques. Portanto, o Banco Central ao não aumentar a oferta de moeda de acordo com a demanda e, com isso a taxa de juros se elevou atraindo investidores. Por sua vez, o aumento de preços não foi aceito pela população e a

partir daí começam a funcionar as forças que dissipam o aumento de preços. Há uma demora no processo de eliminação deste choque inflacionário e é isso que causa a autoregressividade positiva de ordem baixa das taxas de inflação. Apesar desta demora, o choque inflacionário inicial não foi incorporado permanentemente às taxas de inflação, e apesar da inércia, ao longo do tempo ela vai se dissipando.

Num segundo caso, o Banco Central atua fixando a taxa real de juros. Assim, quando a demanda por moeda aumentar, haverá um excesso de oferta de títulos, diminuindo assim seu preço e aumentando a taxa real de juros. Para que a taxa de juros permaneça no patamar fixado, o Banco Central deverá fazer compras de mercado aberto e estará criando passivamente moeda. Neste segundo caso, não existirá nenhuma força para desfazer os efeitos do aumento de preços inicial, e portanto, este aumento de preços será incorporado à taxa de inflação. Se existirem outros choques como estes, a taxa de inflação tenderá a subir e ir mudando de patamar.

Numa terceira forma de atuação, o Banco central permite a flutuação da taxa de juros, mas opera fixando a taxa real de câmbio. Pressupõe-se que existe mobilidade de capital. O aumento da taxa de juros atrai capitais externos, que por sua vez, deve gerar um excesso de oferta de dólares. Este pode levar a uma apreciação da taxa de câmbio real, caso não seja comprado pelo Banco Central. Se o banco central compra o excesso de oferta de dólares, expande-se passivamente a oferta monetária.

Os casos em que os choques na demanda e oferta agregadas não têm seus efeitos inflacionários desfeitos são os que apresentam inércia. Isto decorre da inexistência de qualquer âncora nominal que fixe uma base para os preços. A trajetória da inflação no tempo depende apenas das expectativas dos indivíduos e de choques que ampliem ou contraiam a

demanda e a oferta agregada de bens e serviços.

É interessante apresentar um resultado bastante conhecido sobre a eficácia das políticas fiscal e monetária em uma economia aberta com taxa de câmbio fixa e mobilidade internacional de capitais. Neste caso, a política monetária não é um instrumento eficaz na obtenção da estabilidade de preços. As altas taxas de juros atraem capitais externos e é um instrumento eficaz na determinação do comportamento do Balanço de Pagamentos.

No caso de um regime cambial fixo ou administrado em que a taxa de ajuste do câmbio é abaixo da taxa de inflação, há uma apreciação da taxa de câmbio real. O resultado é um desestímulo das exportações e um estímulo às importações. Neste caso, a elevação das taxas de juros passa até a ser necessária, porque atraem empréstimos e/ou investimentos externos e compensam assim o provável déficit em conta corrente. As taxas domésticas de juros não estarão apenas acumulando reservas, já que uma parte destes empréstimos externos é utilizada para financiar o excesso de gasto doméstico.

Portanto, temos uma espécie de círculo vicioso entre as três variáveis apresentadas. A indexação generalizada de preços e a inércia inflacionária levam a uma demora para se dissipar os choques inflacionários. O resultado é uma apreciação cambial que acarreta numa deterioração das contas externas e a manutenção de altas taxas de juros passa a ser uma necessidade para atrair capitais. O fluxo de capitais, se por um lado compensa os déficits em transações correntes, por outro, contribui para a piora na apreciação da taxa de câmbio, já que a entrada de capitais significa também um aumento na demanda da moeda de uma nação. Se os fluxos de capitais forem esterilizados há um aumento de títulos domésticos para compensar o influxo. O resultado é um aumento da dívida pública e um aumento também a composição financeira do déficit público.

Passaremos agora a um breve resumo sobre a implementação dos planos de estabilização no México e Argentina e em seguida vamos observar como se comportaram as variáveis déficit público, inflação e fluxos de capitais. Também observaremos como outras variáveis chaves da economia como o PIB, as contas externas e outras se comportaram e se comportam de acordo com o plano de estabilização.

3.5 – Os Casos

3.5.1 – México - Antecedentes ao Plano

Na década de 70, a economia mexicana, assim como a maioria dos países da América Latina, cresceu através do financiamento externo, facilitado pelas taxas de juros internacionais que estavam baixas e que, portanto, permitiam empréstimos a baixo custo. Assim, apesar dos gastos do governo, a inflação e o déficit público permaneceram baixos.

A segunda crise do petróleo coincidiu com um período de inflação e recessão nos Estados Unidos. As consequências foram, por um lado, uma diminuição do comércio internacional, ocasionando uma queda dos preços dos produtos básicos. Por outro lado, a recessão e a inflação nos Estados Unidos que obrigaram o FED¹⁶ a mudar sua política monetária, adotando o sistema de flutuação suja¹⁷ para a taxa de juros e desregulamentando o sistema bancário, implicando em uma alta das taxas de juros. O resultado é que em 1982, o México decreta a moratória e assim se inicia a crise mexicana.

Para combater a crise o governo adotou um programa que chamou de PIRE - Programa Imediato de Reordenação Econômica cujo objetivo era diminuir o déficit público,

¹⁶ Banco Central americano.

¹⁷ Entenda-se por flutuação suja, o sistema em que o banco central não controla a taxa de juros diretamente, mas influencia através de operações de mercado aberto.

o déficit da balança comercial e a inflação. O déficit público seria combatido com a elevação dos impostos e cortes de gasto e o déficit da balança comercial através da diminuição nas importações.

Os resultados dessas medidas foram a queda da inflação para 57,17% em 1985 e a diminuição do déficit público de 14,8% do PIB em 1982 para 8,4%, neste mesmo ano. A balança comercial registrou um superávit de US\$ 8,5 bilhões. No entanto, o custo social das medidas refletiu-se em uma depressão da economia mexicana, o PIB caiu 0,6% em 1982 e 4,2% em 1983.

Em 1985, para acabar com a recessão, o governo iniciou a desregulamentação e liberalização da economia através da eliminação de cartéis e monopólios do governo e estabeleceu um programa de privatizações. Do lado fiscal, promoveu um ajuste concentrado na diminuição dos gastos correntes do setor público.

Através dessas medidas ortodoxas, o governo tinha por objetivo eliminar a inflação, mas em 1986 a queda dos preços do petróleo levou a uma diminuição de divisas e de receita para o governo. Diante da perda de divisas, o governo decide adotar uma política de manutenção da taxa de câmbio acima do seu nível normal (desvalorizada), o resultado é que apesar dos ajustes ortodoxos feitos a partir de 1982, a inflação em 1987 foi de 159,2%, obrigando o governo a tentar uma outra solução.

3.5.2 - O Pacto de Solidariedade Econômica

No final de 1987, o governo mexicano junto com representantes de empresários e trabalhadores agrícolas e rurais¹⁸ iniciou um programa de estabilização que foi chamado de "Pacto de Solidariedade Econômica" (PSE). Esse pacto combinou políticas ortodoxas com

¹⁸ Os signatários do Pacto eram três: os trabalhadores da Central Operária (CTM), os empresários do Conselho Coordenador de Empresários (CCE) e o governo (Casas, 1991).

políticas heterodoxas. A parte ortodoxa do PSE era caracterizada por um ajuste fiscal prévio, uma política monetária contracionista e reformas liberalizantes. O lado heterodoxo consistia em uma política de salário e rendas (Pires, 1994).

O PSE foi inicialmente assinado por um período de 3 meses. Sendo que os principais acordos adotados em suas principais fases foram:

1ª Fase: Ajuste Fiscal e Realinhamento de Preços¹⁹ (Dezembro de 1987 a Fevereiro de 1998)

Preços, Salários e Câmbio

- desvalorização de 18% em 14 de dezembro seguida de desvalorização gradual até final de fevereiro;
- ajustamento do salário mínimo, com revisão mensal de acordo com a inflação antecipada;
- ajustes de preços e tarifas do setor público;
- acordo de controle de preços para produtos básicos e de garantia de manutenção de preços de produtos agrícolas ao seu nível real de 1987.

Medidas Fiscais

- eliminação de subsídios (com exceção da agricultura) e do incentivo de depreciação acelerada;
- redução do gasto programado em 1,5% do PIB;

Liberalização do Comércio

¹⁹ Esta parte do texto está baseada em Ros (1996)

- redução das tarifas de importação máximas de 40% para 20%;
- eliminação de permissão para as importações de bens de consumo

2ª Fase - Congelamento dos Preços Chave (março a dezembro de 1988)

- câmbio fixo (2.257 pesos por dólar);
- aumento de 3% do salário mínimo, seguido de congelamento;
- preços e tarifas constantes dos bens do setor público;
- congelamento dos preços dos setores líderes do setor privado;
- redução do imposto sobre valor agregado de 6% para 0% em alimentos processados e sobre remédios e o imposto de renda pessoa física ;
- acordo empresarial para reduzir preços em 3% (setembro);
- renovação do Pacto: durante o ano de 1988, as partes se reuniram 3 vezes nos meses de abril, junho e setembro.

O PSE teve uma fase inicial de ajustes de salários, câmbio e preços e em seguida passou para a fase de congelamento de preços, período de março a dezembro de 1988. Como mencionado acima, o pacto foi renovado três vezes durante o ano de 1988.

Em dezembro de 1988, o novo governo reuniu-se com os empresários e trabalhadores e assinou um novo pacto: o “Pacto de Estabilidade e Crescimento Econômico” (PECE). O PECE tinha como objetivos principais além da estabilização, o crescimento econômico e a diminuição da dívida externa.

O novo pacto determinou um descongelamento de preços, uma reindexação das tarifas públicas e ajustes salariais. A partir de janeiro de 1989, o câmbio passou a ser

desvalorizado a taxa pré-anunciada de 1 peso por dia e essa desvalorização caiu para 80 centavos ao dia a partir de maio de 1990 e para 40 centavos ao dia a partir de novembro de 1990. Em 1991, a taxa de câmbio foi unificada²⁰. Nesta nova fase, apesar da mudança de taxa de câmbio fixa para o regime de minidesvalorizações preanunciadas, não houve um abandono da âncora cambial. As minidesvalorizações da moeda ficavam abaixo da taxa de inflação.

Essas 3 fases foram os principais momentos do plano de estabilização mexicano. Na próxima seção observam-se os dados da economia mexicana e principalmente as três variáveis destacadas neste capítulo, o objetivo é identificar se estas variáveis contribuíram para a lenta convergência da taxa de inflação mexicana.

3.5.3 - Evolução das Principais Variáveis Econômicas no México

Antes de analisar as três variáveis que contribuem para a convergência da taxa de inflação é interessante observar se no México o ciclo da estabilização esteve de acordo com o apresentado no início do capítulo (item 3.1). Na Tabela 1, apresenta-se o crescimento do PIB e de seus componentes. Como pode ser observado, a expansão do produto não ocorreu logo em seguida da implementação do plano e sim a partir do segundo ano do plano (1989). Da mesma forma, a elevação do consumo é maior a partir de 1989. O componente importações apresentou um incremento de 36,2%, já no ano seguinte à adoção do plano, mostrando o boom de importações que acarretaria a deterioração da balança comercial. Portanto, houve um aquecimento da economia que é um dos fatores que afeta os preços relativos e portanto contribui para a lenta convergência da taxa de inflação.

²⁰ Antes da reunificação, existia uma taxa de câmbio oficial e uma taxa de câmbio de mercado, ver em OKS (1992). O mercado de câmbio dividia-se entre controlado e livre, algumas transações externas – principalmente as de capital- tinham que ser feitas com as cotações deste último, sendo que estas cotações eram um pouco acima do mercado controlado (Pires 1994).

Tabela 1 - PIB e seus Componentes a Preços de 1993 - 1987/97

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	(variação percentual)		
									1995	1996	1997
PIB	1,7	1,3	4,2	5,1	4,2	3,6	2,0	4,5	-6,2	5,1	7,1
Consumo	-0,1	1,0	6,6	6,0	4,8	4,3	1,6	4,4	-8,4	2,5	4,9
Investimento	7,4	19,0	1,6	11,6	9,9	13,3	-0,8	9,9	-34,8	27,5	21,6
Exportações	9,5	5,8	5,7	5,3	5,1	5,0	8,1	17,4	33,0	18,7	10,5
Importações	5,2	36,7	18,0	19,7	15,2	19,6	1,9	20,5	-12,8	27,8	14,9

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	(participação percentual)		
									1995	1996	1997
Consumo	80,0	79,7	81,5	82,2	82,7	83,2	82,9	82,9	80,9	78,9	77,4
Investimento	15,4	18,1	17,6	18,7	19,7	21,6	21,0	22,1	15,4	18,6	21,2
Exportações	13,3	13,9	14,0	14,1	14,2	14,4	15,2	17,1	24,3	27,5	28,3
Importações	8,6	11,7	13,2	15,0	16,6	19,2	19,2	22,1	20,6	25,0	26,9

Fonte: Banco de México e INEGI.

A seguir analisam-se os dados referentes ao déficit público mexicano. Como mencionado em seção anterior, o aumento do déficit é um dos fatores que pressionam a inflação e causam a sobrevalorização cambial. No entanto, uma política fiscal contracionista, com redução do déficit fiscal, pode ser uma alternativa à desvalorização e portanto, pode até contribuir para a redução da inflação. Para observar a evolução das variáveis déficit público e taxa de câmbio real, a tabela 2 mostra a taxa de câmbio real medida pelos dois índices (IPA e IPC) e também o comportamento do déficit fiscal em relação ao PIB. As duas variáveis foram colocadas juntas para permitir a análise do comportamento do déficit público e do câmbio. A série de déficit público utilizada é a que o governo divulga com a denominação de déficit econômico. Este conceito inclui receitas e despesas, inclusive juros, apuradas no conceito de caixa do setor público não-financeiro sob controle orçamentário direto e indireto.

Tabela 2 - Déficit Público e em Conta Corrente e Taxa de Câmbio Real

Anos	Déficit Público (% do PIB)	Câmbio Real Índice (IPC) (nov.1994=100)	Variação (%)	Câmbio Real Índice (IPA) (nov.1994=100)	Variação (%)	Déficit em Conta Corrente (US\$ bilhões)
1988	-10,2	139,9	-26,9	123,1	-20,1	-2,4
1989	-4,6	128,9	-7,9	122,2	-0,8	-5,8
1990	-2,6	123,6	-4,1	120,8	-1,1	-7,5
1991	0,5	111,8	-9,6	110,5	-8,5	-14,6
1992	1,5	101,7	-9,0	102,4	-7,4	-24,4
1993	0,7	95,7	-5,9	97,9	-4,4	-23,4
1994	-0,1	99,4	3,8	100,3	2,5	-29,7
1995	0,0	145,1	46,0	138,0	37,7	-1,6
1996	0,0	131,3	-9,5	139,7	1,2	-1,9
1997	0,8	115,9	-11,7	145,8	4,4	-

Fonte: Banco de México. O sinal "-" significa déficit.

É interessante observar que o déficit público mexicano apresentou tendência declinante durante toda a série, o que nos levaria dizer que, no caso do México, o déficit fiscal não foi um dos causadores da apreciação cambial no período de 1988 a 1993. No entanto, existe uma outra interpretação, que é a de Lara Resende (1995). De acordo com este autor, a variável déficit público é difícil de ser mensurada e muitas vezes as próprias autoridades podem tentar camuflar o excesso de gastos do governo. Daí a importância da identidade macroeconômica básica apresentada no primeiro capítulo. Nesta identidade temos que o déficit em conta corrente é igual ao excesso de gastos em relação à renda nacional. Se o país está registrando déficits em conta corrente isto significa que está havendo uma insuficiência de poupança. Como a poupança interna inclui poupança privada e pública e esta é o inverso do déficit público, o aumento do déficit em conta corrente é uma das indicações de que houve aumento do déficit público. Como observado na tabela 2, a trajetória do déficit em conta corrente é ascendente até a crise de 1994, significando uma queda da poupança e portanto, de acordo com a interpretação acima, apesar dos dados

oficiais não apontarem, houve uma deterioração do ajuste do setor fiscal.

A outra variável destacada como importante no processo de convergência da inflação é a variável fluxo de capital. No item 3.3, o fluxo de capital para um país pode se converter em aumento de reservas ou de déficit em conta corrente ou ainda em ambos. Para esta análise vamos utilizar a série de reservas internacionais como aproximação da evolução dos fluxos de capital.

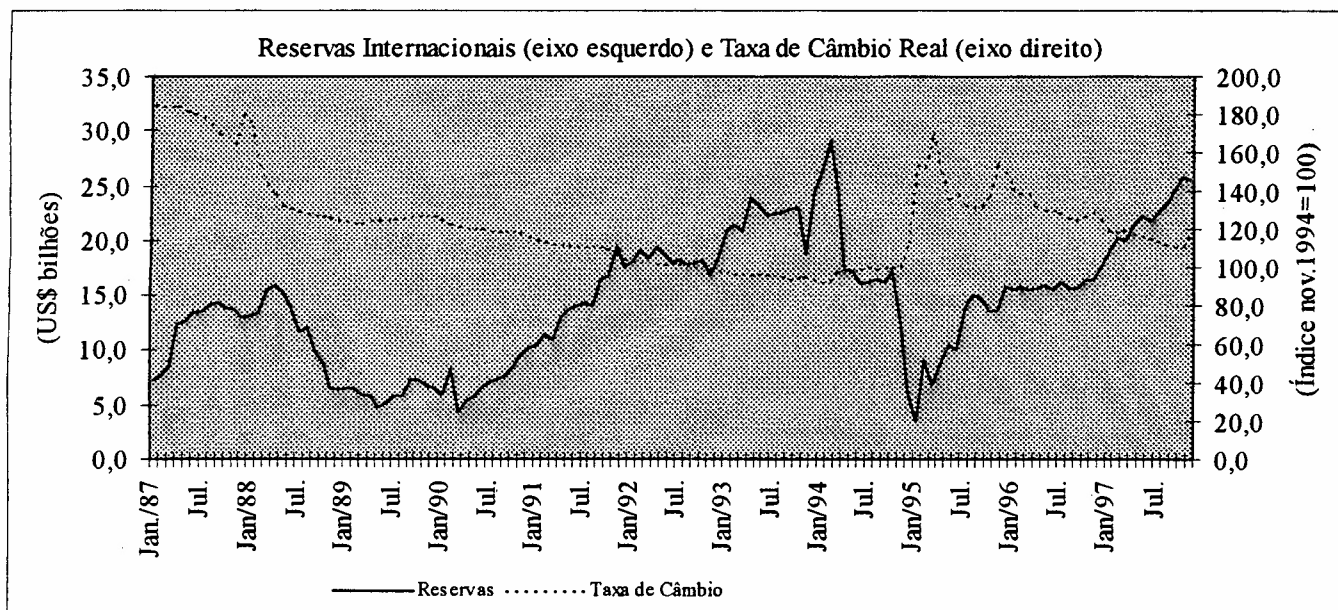
Tabela 3 - Variação da Taxa de Câmbio Real e das Reservas Internacionais

Anos	Reservas Internacionais ⁽¹⁾	Câmbio Real		
		Variação (%)	Índice (nov.1994=100)	Variação (%)
1988	6,4	-51,1	139,9	-26,9
1989	6,6	3,8	128,9	-7,9
1990	10,2	53,6	123,6	-4,1
1991	17,5	72,6	111,8	-9,6
1992	18,6	5,7	101,7	-9,0
1993	24,5	32,2	95,7	-5,9
1994	6,1	-74,9	99,4	3,8
1995	15,7	156,0	145,1	46,0
1996	17,5	11,2	131,3	-9,5
1997	28,0	59,9	115,9	-11,7

Fonte: Banco de México e Bureau of Labor Statistics Data.

⁽¹⁾ Dados de final de período. Os dados para o período até novembro de 1996 foram calculados a partir da série histórica apresentada em pesos. Na conversão para dólares, utilizou-se as taxas de câmbio de final de período.

Observando-se os dados da tabela 3 e sobretudo o gráfico, no período de 1988 até meados de 1993, a trajetória das reservas internacionais esteve sempre ascendente enquanto que a taxa de câmbio real, neste mesmo período, apresentou queda, o que significa valorização. Pode-se concluir que houve um aumento de reservas internacionais no período 1987-94 e este aumento significa um incremento na demanda por divisas, que causa uma valorização cambial.



Finalmente observa-se a trajetória da inflação medida pelos preços ao consumidor e também no atacado. O objetivo é comparar a variação da taxa de inflação e da taxa de câmbio real, com isso pode-se ver que a taxa de câmbio real estava variando abaixo da taxa de inflação causando assim uma sobrevalorização cambial. A observação dos índices de preços no atacado e ao consumidor mostra que a redução na inflação é maior sobre os preços no atacado. Como mencionado no primeiro capítulo, o índice de preços no atacado é composto por uma maior quantidade de preços comercializáveis, e estes tendem a convergir mais rapidamente para o nível de preços internacionais. A diferença de variação entre os índices pode ser considerada como uma diferença nos preços relativos, acarretando assim a valorização cambial.

Tabela 4 - Variação da Taxa de Câmbio Real e da Taxa de Inflação

Anos	Câmbio Real	Variação (%)	Inflação	
	Índice (nov.1994=100)		IPC	IPA
1988	139,9	-26,9	51,7	37,3
1989	128,9	-7,9	19,7	15,6
1990	123,6	-4,1	29,9	29,2
1991	111,8	-9,6	18,8	11,0
1992	101,7	-9,0	11,9	10,6
1993	95,7	-5,9	8,0	0,4
1994	99,4	3,8	7,1	9,1
1995	145,1	46,0	52,0	59,5
1996	131,3	-9,5	26,4	24,2
1997	115,9	-11,7	1,4	10,6

Fonte: Banco de México e Bureau of Labor Statistics Data.

3.5.4 – Argentina – Antecedentes ao Plano

A partir de metade da década de 70, a Argentina passou a apresentar taxas de inflação muito altas, chegando em 1976 a 442,6% ao ano. Diante disto, o governo resolveu adotar um plano de estabilização baseado em políticas fiscal e monetária contracionistas. O déficit orçamentário seria diminuído através da queda nos gastos do governo, a estabilização e a diminuição da participação do governo na economia eram os objetivos principais.

Os resultados dessa política foram satisfatórios, houve uma queda nos gastos do governo de 42% (1975) para 33% (1977) e a taxa de inflação diminuiu de 442,6% (1976) para 176% (1977). Apesar dos resultados positivos, a queda da inflação permaneceu no nível de 175% ao ano (1978)²¹. Portanto, embora a experiência de estabilização fiscal-monetária tenha obtido sucesso ao reduzir a taxa de inflação, esta manteve-se em níveis mais altos do que os desejados pelo governo.

²¹ Dados extraídos do trabalho de Kiguel e Leviatan (1994).

O governo insatisfeito com os resultados, resolve em dezembro de 1978 mudar a âncora no programa de estabilização e passa a utilizar a taxa de câmbio. A estratégia de estabilização do câmbio era de pré-anunciar a redução gradual da taxa de desvalorização, medida conhecida como tablita.

O resultado é que nesta nova experiência de estabilização, a inflação declinou lentamente chegando a 100% ao ano em 1980. Nesse mesmo ano, a desvalorização da moeda foi de 40%. Como a taxa de câmbio nominal foi desvalorizada a uma taxa menor do que a da inflação, a taxa de câmbio real ficou valorizada, acarretando déficits em conta corrente. Inicialmente os déficits foram compensados por entradas de capital, mas tornaram-se insustentáveis culminando numa crise de balanço de pagamentos e no retorno da inflação.

No final da década de 80, a Argentina passou por dois processos hiperinflacionários, em 1989 e 1990, e a economia praticamente não cresceu²². A falta de credibilidade da moeda argentina levou os agentes a transacionar em dólar, e provocou o fenômeno da desmonetização. Em 1989, a taxa de inflação mensal chegou a 296% ao mês.

O período anterior ao “Plano de Conversibilidade” caracterizou-se pela tentativa inicial do novo governo em alcançar a estabilidade. Para isso, foi anunciado um programa de reformas baseado em duas leis: a Lei de Reforma Econômica que visava a suspender os regimes de promoção industrial, regional e de exportações e as preferências dadas as manufaturas nacionais nas compras do estado. A outra lei, é a de reforma do Estado, com a qual determinou-se a privatização de grande número de empresas públicas. Essas duas medidas não foram suficientes para baixar a inflação e no fim do ano de 1989 houve uma elevação no nível de preços próximo a uma hiperinflação. Para evitá-la o governo confiscou

²² ROZENWURCEL, G. “*Fiscal Reform and Macroeconomic Stabilization in Argentina*” in Documento CEDES/103 Serie economia, Buenos Aires 1994.

os depósitos de um mês de prazo e trocou por títulos públicos com duração de 7 anos. Dois meses depois, um novo surto inflacionário foi contido, mas dessa vez com cortes nos gastos públicos e uma política monetária contracionista. Como consequência, além da contenção inflacionária, o PIB em 1990 cresceu apenas 0,1%, a balança comercial teve um superávit recorde de US\$ 8.275 milhões, devido ao processo recessivo que tinha diminuído as importações e aumentado os saldos exportáveis e o desemprego alcançou 6,3%.

Enfim, a redução de gasto e a política monetária contracionista, isolaram o perigo da hiperinflação, mas não foram capazes de reduzir a inflação aos níveis internacionais, além de não favorecerem o crescimento econômico²³.

É interessante notar a semelhança entre Argentina e México no período anterior à implementação de seus respectivos planos. Ambos os países utilizaram políticas monetárias e fiscais ortodoxas, a Argentina controlou uma hiperinflação, mas permaneceram ainda com níveis inflacionários considerados altos em relação aos níveis internacionais. Isso mostra que em economias com inflação alta e crônica, disciplina fiscal e monetária não são capazes de reduzir a inflação a níveis internacionais.

3.5.5 - O Plano de Conversibilidade

Em março de 1991, o Plano de Conversibilidade foi adotado. Naquele momento já havia uma melhora do ponto de vista fiscal, pois em 1989 uma reforma de Estado, direcionada principalmente a privatização de estatais e ao sistema de impostos, tinha sido iniciada.

As medidas do programa de estabilização argentino foram²⁴:

²³ KIGUEL, M. & NISSAN, L. "Exchange-Rate-Based Stabilization in Argentina and Chile" in Policy Research Working Paper nº 1318, julho de 1994.

²⁴ MACHINEA, JL "Una Mirada a Mitad de Camino: Dos Años de Convertibilidad" Seminário de Dois Anos do plano Real - Comparação com outras experiências. Organizado pelo IPEA e CEPAL, julho de 1996.

• no plano monetário-fiscal, foi declarada a conversibilidade da moeda a um valor de 1 peso para um dólar; o banco central tinha a obrigação de vender as divisas que o mercado demandava ao preço estipulado;

• a lei obrigava também que a emissão monetária tivesse uma contrapartida de 100% de reservas internacionais;

• eliminou-se inteiramente a indexação da economia;

• foi decidida a privatização das empresas de telefonia, de transportes aéreos e de um conjunto de empresas industriais controladas pelo ministério da defesa, empresas geradoras e distribuidoras de energia elétrica e da empresa produtora e distribuidora de gás;

• abertura comercial externa, através da redução de 9,7% dos impostos alfandegários;

• desregulamentação de várias áreas, dentre elas a de transportes marítimos.

Através das duas primeiras medidas, acabava-se com o financiamento monetário do déficit público e com as correções cambiais. Com o fim da indexação, o objetivo do governo era acabar com a inflação residual. Finalmente, um ponto muito importante do plano de conversibilidade é o fato de que as medidas foram anunciadas dentro de uma Lei, ou seja, uma obrigação legal e um instrumento para resistir às pressões sobre o orçamento. O objetivo do governo com essas medidas era mostrar que o programa de estabilização era uma reforma estrutural da economia.

3.5.6 – Evolução das Principais Variáveis Econômicas na Argentina

A tabela 5 mostra o crescimento do PIB e de seus componentes e a participação destes sobre o produto. Na Argentina, a expansão do produto ocorreu no mesmo ano da adoção do plano, assim como o consumo e as importações. A economia argentina, no período 1991-94, permaneceu aquecida e, assim como o México, este aumento de consumo,

como já mencionado, é um dos fatores que pressionam os preços e contribuem para a lenta convergência da inflação. Pode-se observar que o aumento das importações na Argentina foi mais elevado que no México. O resultado dos comportamentos destes dois fatores reflete-se também nas contas externas, com uma deterioração da balança comercial e das transações correntes.

Tabela 5 - PIB e seus Componentes a Preços de 1986 - 1990/97

	(variação percentual)							
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
PIB	-1,3	10,5	10,3	6,3	8,5	-4,6	4,3	8,4
Consumo	-1,1	14,3	13,3	5,7	6,9	-6,1	5,3	7,7
Investimento	-15,2	31,5	33,5	16,0	21,8	-16,3	8,3	27,1
Exportações	16,8	-5,1	2,1	2,4	15,9	22,7	6,5	7,7
Importações	-0,7	75,6	66,5	13,4	22,5	-11,6	16,8	27,2

	(participação percentual)							
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Consumo	79,7	82,5	84,8	84,3	83,1	81,7	82,5	82,0
Investimento	13,4	15,9	19,3	21,0	23,6	20,7	21,5	25,2
Exportações	12,8	11,0	10,2	9,8	10,5	13,5	13,8	13,7
Importações	5,9	9,4	14,2	15,2	17,2	15,9	17,8	20,9

Fonte: Ministerio de Economía y Obras e Servicios Públicos - *Informe Económico* março de 1998, p.18.

A seguir analisam-se os dados referentes ao déficit público argentino. A série de dados apresentada tem por base os relatórios do Fundo Monetário Internacional. De acordo com a tabela 6, observa-se que o déficit público foi elevado no primeiro ano de implementação do plano, apresentando, porém, nos dois anos seguintes, redução significativa. Uma das causas da melhora no déficit público é a própria obrigatoriedade, através da Lei de Conversibilidade, da emissão de moeda lastreada em ouro ou moeda

estrangeira, descartando o financiamento monetário do déficit público. Apesar de não ter havido um ajuste fiscal severo, anterior à adoção do plano, as receitas provenientes de privatização e o aumento da arrecadação, aliados à Lei de conversibilidade, criaram condições para um equilíbrio fiscal. Contudo, o fato de não ter feito um ajuste fiscal estrutural pode significar uma vulnerabilidade do plano, já que o fluxo das receitas com privatizações não é permanente. Comparando-se os dados de déficit da Argentina e México tem-se que a posição desta variável é mais favorável no México. No entanto, esta situação não foi suficiente para evitar que o ataque especulativo em dezembro de 1994.

Tabela 6 - Déficit Público e em Conta Corrente e Taxa de Câmbio Real

Anos	Déficit Público (% do PIB)	Câmbio Real Índice (IPC) (mar.1991=100)	Variação (%)	Câmbio Real Índice (IPA) (mar.1991=100)	Variação (%)	Déficit em Conta Corrente (US\$ bilhões)
1990	-	170,4	66,4	146,8	51,2	4,8
1991	-3,2	90,1	-47,1	104,8	-28,6	-0,3
1992	-0,5	73,6	-18,3	100,4	-4,3	-6,0
1993	-0,2	68,4	-7,0	100,5	0,2	-8,4
1994	-1,7	67,1	-2,0	99,3	-1,2	-11,2
1995	-3,3	66,7	-0,5	93,7	-5,6	-4,3
1996	-3,3	68,5	2,7	93,3	-0,4	-5,7
1997	-1,8	69,8	1,8	93,5	0,2	-12,3

Fonte: FMI, Estudio M.A.M BRODA y Asoc. S.R.L - *Carta Economica*, Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos - *Estimaciones Trimestrales del Balance de Pagos y de Activos y Pasivos Externos* (vários números) e INDEC. O sinal de "-" significa déficit.

Para análise da variável fluxo de capital, a série de dados apresentadas é a de reservas internacionais. Nesta série, os dados mensais encontrados registram apenas o período a partir de março de 1991. Através da tabela 7 e do gráfico que a segue percebe-se que as reservas internacionais registram uma trajetória ascendente (afora o ano de 1994). Portanto, assim como no México, aumentou a demanda pela moeda argentina, o que pode

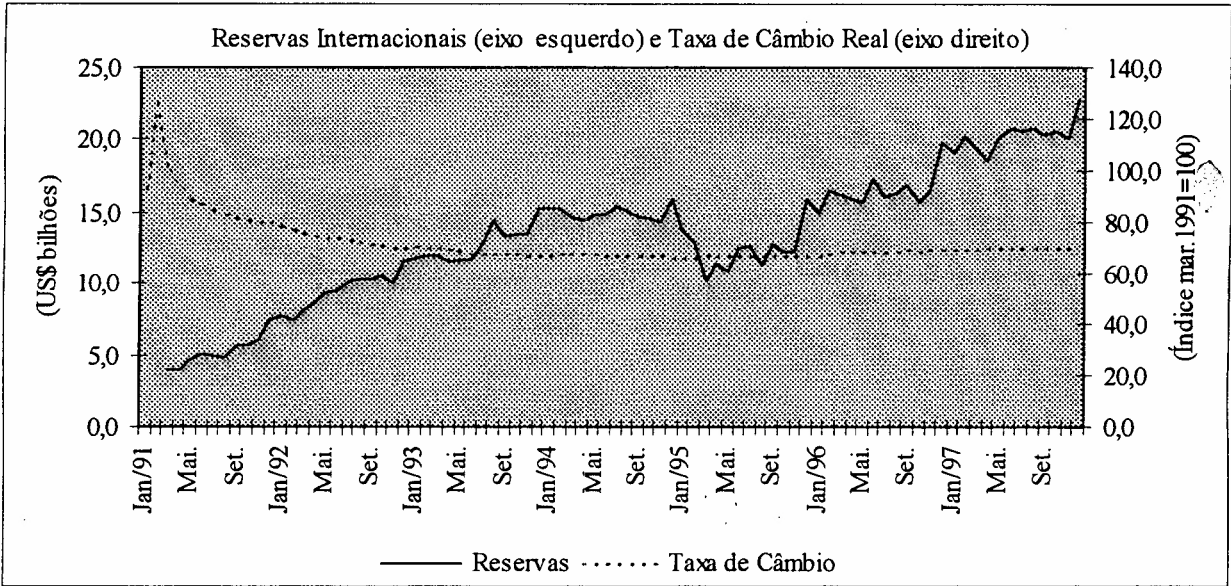
ser visto pelo aumento das reservas internacionais, o que acarreta uma valorização da taxa de câmbio real (-47,1% no primeiro ano depois do plano).

Tabela 7 - Variação da Taxa de Câmbio Real e das Reservas Internacionais

Anos	Reservas Internacionais	Variação (%)	Câmbio Real Índice (mar.1991=100)	Variação (%)
1990	4,9	92,9	170,4	66,4
1991	7,4	51,9	90,1	-47,1
1992	11,5	55,6	73,6	-18,3
1993	15,3	33,4	68,4	-7,0
1994	16,0	4,3	67,1	-2,0
1995	15,9	-0,2	66,7	-0,5
1996	19,7	23,6	68,5	2,7
1997	22,8	15,6	69,8	1,8

Fonte: Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos - *Informe Económico*, INDEC e Bureau of Labor Statistics Data.

No gráfico abaixo, observa-se que a trajetória das reservas internacionais na Argentina é próxima àquela apresentada pelo México no período de 1990 até o início de 1994. Ao final deste ano, os dois países registraram uma queda na entrada de reservas, apenas em dezembro de 1995 as reservas chegaram próximas ao ano anterior.



Finalmente, analisa-se a variação da taxa de inflação medida pelos dois índices de preços (IPC e IPA). Na tabela 8, observa-se as diferenças entre os dois índices, enquanto no ano de 1991 os preços ao consumidor variaram 84%, os preços no atacado registraram uma

Tabela 8 - Variação da Taxa de Câmbio Real e da Taxa de Inflação

Anos	Reservas Internacionais	Variação (%)	Inflação	
			IPC	IPA
1990	4,9	92,9	1217,6	797,5
1991	7,4	51,9	84,0	56,6
1992	11,5	55,6	17,7	3,1
1993	15,3	33,4	7,3	0,2
1994	16,0	4,3	3,7	5,9
1995	15,9	-0,2	1,7	5,7
1996	19,7	23,6	0,0	2,0
1997	22,8	15,6	0,4	-0,7

Fonte: Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos - *Informe Económico*, INDEC e Bureau of Labor Statistics Data.

queda de 56,6%, mostrando que realmente existem preços que convergem mais rápido ao nível de preços internacional. Em 1992, a inflação medida pelo IPA foi de 3,1% e no ano seguinte foi de 0,2%. Já a inflação medida pelo IPC, só foi atingir 3,7% em 1994, portanto com dois anos de diferença. Mais uma vez, observa-se a diferença na variação dos preços relativos e consequentemente a demora para que o nível geral de preços atinja os níveis internacionais e a valorização da taxa de câmbio real. Esta diferença decorre da inércia de alguns preços em se ajustar ao nível de preços internacional.

Capítulo 4 - Conclusão

O objetivo desta dissertação era identificar as variáveis que influenciam na lenta convergência da taxa de inflação nos planos de estabilização baseados no câmbio. Para isso mostrou-se que estes planos conseguem reduzir substancialmente a inflação, no entanto, estas não chegam aos níveis internacionais (caso da Argentina) nem ao nível da taxa de desvalorização cambial (caso do México).

A idéia por trás destas estabilizações é a da teoria do Enfoque Monetário do Balanço de Pagamentos, segundo a qual não tendo descontrolado nas políticas monetária, no crédito e nos gastos do setor público, ao se fixar a taxa de câmbio nominal, a inflação doméstica convergiria aos níveis internacionais. No entanto, o que se observa é que esta convergência é lenta e o modelo não considera as mudanças nos preços relativos.

Através do modelo da Economia Dependente pode-se delimitar quando o bem é comercializável e não-comercializável e pode-se compreender como é feito o processo de ajustamento na economia. A transferência de recursos para um país, acarreta aumento de produto e gasto o qual se reflete em aumento na demanda por bens comercializáveis e não-comercializáveis, implicando valorização da taxa de câmbio real e atrapalhando o processo de redução da inflação.

Alguns choques externos como por exemplo aumento de tarifas e liberalização de comércio influenciam diretamente os preços relativos. No primeiro caso, a imposição de tarifas aumenta os preços domésticos, resultando numa apreciação cambial e influencia negativamente a taxa de inflação. No segundo caso, a liberalização comercial leva a uma maior competitividade dos bens comercializáveis e conseqüentemente contribui para a queda dos preços destes bens e para o nível geral de inflação.

Finalmente, três variáveis têm um papel fundamental nos planos de estabilização baseados no câmbio são elas: a inércia, o déficit público e os fluxos de capital. A dificuldade de alguns preços em aderir à taxa de câmbio, sobretudo nos casos de inflação crônica em que foram criados mecanismos de indexação para que a economia se proteja do aumento do nível de preços, cria um desalinhamento dos preços relativos que provocam pressões sobre o nível geral de preços mesmo depois dos planos implementados.

Nos planos de estabilização baseados no câmbio, a própria adoção deste instrumento já é uma forma de desencorajamento ao gasto excessivo. Como visto no capítulo 3, o regime de câmbio fixo requer que o país tenha disciplina fiscal, no sentido de que os superávits primários satisfaçam uma restrição orçamentária intertemporal. Esta restrição, no entanto, poderá ser mais frouxa quanto maior o nível inicial de reservas internacionais, quanto menor a dívida inicial do setor público e quanto maior a receita com senhoriagem. O país pode não cumprir esta disciplina financeira e o resultado é um aumento dos gastos que pressiona os preços, diminuindo a velocidade de convergência da inflação.

O fluxo de capital também é outro fator que leva a uma apreciação cambial. A entrada de capitais externos para um país aumenta a demanda agregada que se reflete em aumento dos gastos, pressionando os preços. Por sua vez, o aumento nas reservas representa um aumento na demanda pela moeda e também uma apreciação da taxa de câmbio real.

Observando-se os dados para os dois países identifica-se claramente o ciclo das estabilizações. Inicialmente tem-se a queda da inflação nos dois países, o produto e seus componentes também registram um incremento sendo um fator de pressão sobre os preços. A diferença da variação dos índices de preços ao consumidor e no atacado mostra como

nem todos os preços caem e portanto, é uma das causas da lenta convergência da taxa de inflação e da sobrevalorização cambial. Os efeitos sobre as contas externas são observados através de aumento no déficit comercial e em conta corrente. O fluxo de capitais representados pelas reservas internacionais registram uma trajetória sempre ascendente que coincide com a valorização da taxa de câmbio real.

Finalmente, a variável déficit tem dois comportamentos diferentes, no México o déficit público manteve tendência declinante em toda a série apresentada. Já na Argentina, o déficit inicialmente apresenta uma melhora, mas no período de 1994 a 1996 começa a registrar um aumento. De acordo com os dados não se pode dizer que o déficit público esteja causando a lenta convergência da taxa de inflação. No entanto, coloca-se a questão de se o ajuste fiscal está sendo suficiente para compensar a valorização cambial. Uma política fiscal contracionista, como visto no capítulo 3, reduz o consumo do governo e deixa de causar apreciação cambial, talvez nestes países, a política fiscal ainda não seja suficiente para que isso ocorra.

Comparando-se a situação de México e Argentina tem-se que ambos países apresentaram uma taxa de câmbio real sobrevalorizada, registraram inércia inflacionária e um grande influxo de capitais externos, no período estudado. Em relação à variável déficit fiscal, contudo, o México mostrou uma situação superior em relação à Argentina. No entanto, vale salientar, que o fato do déficit fiscal estar sob controle no México não foi suficiente para evitar a crise cambial de dezembro de 1994 e a Argentina, apesar de também

ter sofrido as consequências da crise mexicana, conseguiu manter a sua taxa de câmbio fixa. Isto mostra que nos casos de câmbio fixo ou administrado, uma sobrevalorização cambial pode ser mantida, mesmo com uma certa fragilidade nas contas

fiscais, se houver uma regra monetária rígida. Fato observado na Argentina e que a diferenciou do México.

BIBLIOGRAFIA

- Aghevli, B.B., Khan, M.S., and P.J. Montiel. **"Exchange Rate policy in Developing Countries: Some Analytical Issues"**. Occasional Paper 78, International Monetary Fund, March 1991.
- Almonacid, R. & Lopes, L.F. **"Âncoras Nominais e Programas de Privatização: Algumas Experiências Recentes"**. Cadernos do Instituto Atlântico, nº 6, maio de 1995.
- Araújo, A. P. e Feijó, C.P. **"Bandas de Câmbio: Teoria e Evidência Empírica e sua Possível Aplicação no Brasil"**. Relatório BACEN/FGV nº 234, Abril 1994.
- Bacha, E.L. **"Plano Real: Uma Avaliação preliminar"** Revista do BNDES, Rio de Janeiro, V.2, nº 3, junho de 1995.
- Bacha, E.L. **"Plano Real: Uma Segunda Avaliação"** Seminário de Dois Anos do Plano Real - Comparação com outras experiências. Organizado pelo IPEA e CEPAL 1º de julho de 1996.
- Batista Jr., P.N. **"Dolarização, Âncora Cambial e Reservas Internacionais"** Revista de Economia Política, V. 13, N.3, p.5-21, jul./set 1993.
- Batista Jr., P.N. **"A Armadilha da Dolarização"** Est. Econ., São Paulo, 23: 357-399, set.dez.1993.
- Bruno, M. **"High Inflation and the Nominal Anchors of an Open Economy"**. In Essays in International Finance 183, Princeton University, June 1991.
- Calvo, G., Leiderman, L., and C. Reinhart. **"Capital Inflows to Latin America: The role of External factors"**. IMF Staff Papers 40, 1993, 108-151
- Calvo, G., and C.A. Végh. **"Inflation Stabilization and Nominal Anchors"**. Contemporary Economic Policy 12, April 1994, 35-45
- Calvo, G., C. Reinhart and Carlos A. Végh. **"Targeting the real exchange rate: Theory and evidence"**. Journal of Development Economics V.47, 1995, 97-133.
- Calvo, G., Leiderman, L., and C. Reinhart. **"Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s"**. Journal of Economic Perspective V.10, N.2, Spring 1996, 123-139.
- Calvo, G., Leiderman, and Mendoza, E. **"México's balance-of-payment crisis: a chronicle of a death foretold"**. Journal of International Economics 41, 1996, 235-264.
- Corden, M. **"Exchange Policy in Developing Countries"**.
- Detragiache, E. and Hamann, A. **"Exchange Rate-Based Stabilization in Western Europe: Greece, Ireland, Italy and Portugal"** IMF Working Paper N. 75. June 1997.

Dornbusch, R. **Open Economy Macroeconomics**. Nova Iorque: Basics Books, 1980

_____. **Exchange Rates and Inflation**. The MIT Press, First Edition 1991.

Dornbusch, R and Fischer, S. **Macroeconomia**. Macron Books, 5ª Edição 1991.

Dornbusch, R., Goldfajn, I. and Valdés, R., "**Currency Crises and Collapses**" *Brooking Papers on Economic Activity*, V.2 1995. Edwards, S. "**Exchange Rate Misalignment in Developing Countries**". The Johns Hopkins University Press, Baltimore, 1988.

Edwards, S. "**Real Exchange Rates Devaluation and Adjustment**". Second MIT Press edition, 1991.

_____. "**Exchange Rates as Nominal Anchors**". IMF Working Paper 4246, December 1992.

_____. "**Macroeconomic Stabilization in Latin America: Recent Experience and Some Sequencing Issues**". NBER Working Paper 4697, April 1994.

_____. "**Exchange Rates Anchors, Credibility, and Inertia: A Tale of Two Crises, Chile and Mexico**". *The American Economic Review*, May 1986, pp 176-180.

Edwards, S., and Burki, S.J. "**Latin America After Mexico: Quickening the Pace**". The World Bank Washington, DC, June 1995.

Fischer, S. "**Exchange Rate versus Monetary Targets in Disinflation**". In: S. Fischer (ed.), *Indexation, Inflation, and Economic Policy*, Cambridge, Mass.: MIT Press, 1986.

Fleming, J.M., "**Domestic Financial Policies Under Fixed and Under Floating Exchange Rates**". IMF Staff Papers, November 1962.

Friedman, M. "**Chile and Israel: Identical Policies, Opposite Outcomes**". In: *Money Mischief: Episodes in Monetary History*. Harcourt Brace Jovanovich, New York, 1992.

Garcia, M. and Barcinski, A. "**Capital Flows to Brasil in the Nineties: macroeconomic Aspects and the effectiveness of Capital Controls**". PUC-Rio, July 1996.

García, V. "**Black December – Banking Instabilty, The Mexican Crisis, and Its Effect on Argentina**". The World Bank, 1997.

Gavin, M., Hausmann, R., and L. Leiderman. "**The Macroeconomics of Capital Flows to Latin America: Experience and Policy Issues**". Working Paper, Inter-American Development Bank, Washington, D.C., 1995.

International Monetary Fund. **"Currency Board Arrangements – Issues, Experiences, and Implication for Fund-Supported Programs"**, December 1996.

Johnson, H.G, **"Towards a General Theory of The Balance of Payments"** in his International Trade and Economic Growth. Harvard University Press, 1958, pp-153-58.

_____, **"The Monetary Approach to the Balance of Payments"**.in: J.A. Frenkel and H.G. Johnson , eds, London Second Edition, 1977, pp-147-67.

Kaminsky, G., Lizondo, S., and Reinhart, C. **"Leading Indicators of Currency Crises"**. IMF Working Paper, July 1997, n.79.

Khan, Mohsin S., **"Developing Country Exchange Rate Policy Responses to Exogenous Shocks,"** American economic Review 76, May 1986, pp. 84-87.

_____, **"Response of the Equilibrium Real Exchange Rate to Real Disturbances in Developing Countries"**, IMF Working Papers, January 1991.

Kiguel., M., and Liviatan, N. **"The Business Cycle Associated with Exchange Rate-Based Stabilizations"**. World bank Economic Review 6, 1992, 279-305.

_____, **"Exchange-Rate-Based Stabilization in Argentina e Chile"**
Policy Research Working paper n° 1318, July 1994.

Krugman, P.R. **Currencies and Crises**. Massachussets Institute of Technology, 2ª ed., 1993.

Leiderman, L., and Bufman, G. **"Searching for Nominal Anchors in Shock-Prone Economies in the 1990s: Inflation Targets and Exchange Rate Bands"**. Paper apresentado no 6º Forum Encontro Internacional sobre Perspectivas Latino Americanas, coorganizado pelo BIRD e OCDE, Paris 9-10 Novembro 1995.

Leiderman, L. **"Inflation and Disinflation: The Israeli Experiment"**. Chicago: University of Chicago Press, 1993.

Machinea, J.L. **"Una Mirada a Mitad de Camino"** Seminário de Dois Anos do Plano Real - Comparação com outras experiências. Organizado pelo IPEA e CEPAL 1º de julho de 1996.

Mussa, M. **"A Monetary Approach to balance of Payments Analysis"** Journal of Money, Credit and Banking, N.6, 1974, pp-333-351.

Mundell, R.A. International Economics. Londres: Macmillan, 1958.

Obstfeld, M. and Rogoff, K, **"The Mirage of Fixed Exchange Rates"**. Journal of Economics Perspectives, V.9, N.4. Fall 1995 pp 73-96.

- Oks, D. **"Stabilization and Growth Recovery in Mexico: Lessons and Dilemmas"** Working Papers The World Bank - WPS 833, January 1992.
- Oliveira, G. & Toledo, C. **"The Brazilian Economy Under The Real: Prospects for Stabilization and Growth"** Texto para Discussão nº 43 EAESP-FGV, dezembro 1994.
- Pastore, A. C. **"Reforma Monetária, Inércia e Estabilização"**. In Estabilidade e Crescimento: os Desafios do Real. José Olympio, 1994
- Pastore, A. C. & Pinotti, M.C. **"Taxa Cambial Real e os Saldos Comerciais"**. Revista de Economia Política, vol.15 N.2 (58), abril/junho 1995
-
- "Inflação e Estabilização: Algumas Lições da Experiência Brasileira"**. Mimeo segunda versão, abril 1996
- Portugal, M.S. **"Estabilização de Preços, Âncora Cambial e Balanço de Pagamentos: Brasil, Argentina e México"** Indicadores Econômicos FEE - V.23 -nº2, agosto 1995.
- Quirk, P.J. **"Fixed or Floating Exchange Regimes: Does It Matter for Inflation?"** Working Paper WP/94/134, International Monetary Fund, November 1994.
- Rebelo, S. and Végh, C. **"Real Effects of Exchange Rate-Based Stabilization: An Analysis of Competing Theories"**. NBER Working Paper N. 5197, July 1995.
- Resende, L. **"Tequila Câmbio e o Velho Cinismo"** Revista de Economia Política, vol. 15, N.2 (58), abril-junho/95 pp. 134-36.
- Ros, J. **"Inflación y Estabilización en la Economía Mexicana"** Seminário de Dois Anos do Plano Real - Comparação com outras experiências. Organizado pelo IPEA e CEPAL 1º de julho de 1996.
- Rozenwurcel, G. **"Fiscal Reform and Macroeconomic Stabilization in Argentina"** Documento CEDES/103 Serie Economía, Buenos Aires 1994.
- Sánchez, M. **"O Programa de Estabilização Mexicano: um Balanço de três anos"**. Pesquisa e Planejamento Econômico V.21, N.1, abril 1991, 117-128.
- Souza, E.P. **"Experiências de Políticas de Estabilização Baseadas na Âncora Cambial"**. RBCE Nº40 - Julho, Agosto, Setembro de 1994.
- Souza, F.E.P. **"Experiências de Políticas de Estabilização Baseadas na Âncora Cambial"** Revista Brasileira de Comércio Exterior, nº 40, julho - setembro, Fundação Centro de Estudos do Comércio exterior, Rio de Janeiro, pp. 06-29.

Svensson, L.E.O. **"An Interpretation of Recent Research on Exchange Rate Target Zones"**.
Journal of Economic Perspectives, vol. 6, N° 4, Fall 1992 - pg. 119-144.

"Fixed Exchange Rates as a Means to Price Stability: What Have We Learned?" European Economic Review 38, May 1994, 447-468.

Ter-Minassian and Schwartz, G. **"The Role of Fiscal Policy in Sustainable Stabilization: Evidence from Latin America"**. IMF Working Paper, N. 94, August 1997.

Toledo, J.E.C. **"Argentina: Cavallo, Galope para o Desastre?"** Revista de Economia Política, V.12, N.3, p.5-15.

Végh, C. **"Stopping High Inflation"**. IMF Staff Papers, V.39, N.32, September 1992.

Williamson, J. **A Economia Aberta e a Economia Mundial**. Editora Campus, 1989.

Winters, A. **International Economics**. Routledge, New York, 4th Edition, 1991