

## **RESUMO**

O objetivo desta pesquisa é o de apresentar um modelo que tenha condições de analisar as inter-relações entre macro e microeconomia, sem supor, de maneira apriorística, que todo o comportamento de variáveis macroeconômicas deva ter uma fundamentação microeconômica. Em tal análise se procurará mostrar como as variáveis macroeconômicas podem alterar a natureza e as reações dos agentes ao nível microeconômico e, ao mesmo tempo, chamar atenção para como as microvariáveis condicionam o ajustamento macroeconômico. Tal abordagem permite levar em consideração as configurações institucionais da economia, podendo constituir-se em um útil instrumento da análise dos processos de estabilização econômica.

## **PALAVRAS-CHAVES**

Relações macro-micro; Configurações institucionais; Processos de ajustamento e estabilização.

## **ABSTRACT**

The aim of this research is to present a model capable to analyse the relationship between the micro and macroeconomics contexts, without assuming in a prioristic way that all macroeconomics behavior must have a microeconomics foundation. On the contrary, it will try to show that in certain circumstances the macrovariables can change the nature and the reactions of microeconomics agents; at the same time it will show that certain microeconomics configurations can influence the behavior of macrovariables. This method will be quite suitable, as far as introduces institutional variables, for the consideration of the process of economic stabilization.

## **KEY WORDS**

Micro-macro relationships; Institutional configurations; Adjustment and stabilization process.

## SUMÁRIO

I.	Introdução .....	3
II.	A herança econômica dos anos 70 .....	5
III.	A crise dos anos 80 .....	7
IV.	O ajustamento dos “gaps” internos e externos .....	10
	1. Chile .....	10
	2. México .....	12
	3. Argentina .....	13
	4. Brasil .....	15
V.	Da estabilização dos anos 90 à crise mexicana .....	17
VI.	Uma avaliação das políticas recentes de estabilização .....	24
VII.	Algumas considerações finais .....	30
VIII.	Referências bibliográficas .....	32

# **EQUILÍBRIO MACROECONÔMICO NOS ANOS 80 E 90 (BRASIL, ARGENTINA, CHILE E MÉXICO)**

*Luiz Antônio de Oliveira Lima*

## **I. INTRODUÇÃO**

No final de 1994, o Brasil apresentou, do ponto de vista econômico, um comportamento bastante distinto do apresentado especialmente pelas economias do México e da Argentina; apesar de ser o país que menos se adaptou às diretrizes ortodoxas do FMI e do Banco Mundial (conservando taxas alfandegárias elevadas, mantendo reservas de mercado e pouco privatizando), foi o único país (com exceção talvez do Chile) que conseguiu resolver o dilema de crescer sem gerar um déficit externo incontrolável.

Tal resultado, em um país que foi considerado “ovelha negra” do ponto de vista daquelas instituições, contrasta grandemente com o que ocorreu com o México e a Argentina, considerados “alunos exemplares”.

O México, em 1993 e 1994, teve uma inflação média de 10% ao ano, mas acompanhada de um raquítico crescimento, 1% ao ano, um déficit no Balanço de Pagamentos de 25 bilhões de dólares, com reservas, antes da desvalorização de dezembro de 1994, de 20 bilhões de dólares (apesar do substancial apoio dos EUA, Canadá e Europa). Resultados pouco brilhantes como esses podem também ser identificados para a economia argentina.

Em contraposição, se considerarmos o ano de 1994, vamos verificar que a taxa de crescimento anual do Brasil esteve em torno de 5%; com o terceiro maior superávit comercial do mundo (15 bilhões de dólares) e com reservas em torno de 40 bilhões de dólares.

Embora sem considerar o Brasil um padrão de política econômica (taxas inflacionárias muito elevadas e uma má distribuição de renda), esses fatos nos colocam frente a uma indagação sobre a eficácia do “modelo neoliberal” como uma solução adequada em termos

de ajuste e estabilização para os países da América Latina. Essas observações são importantes se considerarmos que alguns países da América Latina “vêm se adaptando às condições financeiras internacionais dos anos 90, repetindo, em muitos aspectos, as experiências dos anos 70” (Frenkel, 1994, pág. 9). Foi o caso do México, com a política econômica praticada a partir de 1987; o caso da Argentina, com o plano Cavallo, e, possivelmente, o do Brasil, com o desenvolvimento atual do Real.

A princípio, pode parecer impróprio incluir-se o Plano Real no rol das experiências neoliberais, principalmente se considerarmos que o processo de combate da inflação partiu da suposição de “inflação inercial” e se fez de maneira bastante original, inicialmente, a partir de uma moeda indexada (URV). No entanto, a partir do momento em que se insistiu na âncora cambial, independente da supervalorização do câmbio, praticamente, adotou-se a mencionada versão do “Monetarismo Internacional”. Na verdade, a política econômica do Real tem se enquadrado nessa concepção que mantém que uma taxa de câmbio fixa torna os bens importados mais baratos, forçando os produtores domésticos a reduzirem seus preços. A taxa de câmbio fixa é vista também como o preço central em torno do qual se formarão as expectativas. Uma taxa de câmbio fixa torna-se, então, o veículo básico da desinflação, enquanto a disciplina fiscal garante que o programa seja mantido” (Cardoso, 1989, pág. 17).

Essas considerações justificam uma comparação dos resultados dos experimentos da política ortodoxa do fim dos anos 70 e dos anos 80 com as experiências que se estão desenvolvendo nos anos 90, tendo em vista analisar os aspectos ideológicos que as condicionaram, mas também fazer uma avaliação da consistência teórica do “modelo neoliberal”, procurando-se estabelecer até que ponto a estabilização econômica do início dos anos 90 até 1994 decorreu de sua aplicação ou de fenômenos independentes das reformas neoliberais, tais como um novo afluxo de recursos financeiros internacionais.

## II. A HERANÇA ECONÔMICA DOS ANOS 70

Antes de entrarmos na análise do que ocorreu nos anos 80 será importante discutir, ainda que de maneira breve, o que ocorreu nos anos 70, em termos de política econômica e crescimento.

Considerando-se, inicialmente, o México, pode-se constatar que teve a grande vantagem de elevação dos preços de seu principal produto de exportação, isto é, o petróleo. Esse país, de certo modo, aprofundou o seu modelo de industrialização, acentuando o papel do Estado na produção e no investimento e distribuindo parte das receitas de suas exportações em amplos programas sociais. Nesse processo, acentuou excessivamente a atividade econômica, do que decorreu que grandes déficits orçamentários predisuseram a economia à inflação e à valorização da taxa de câmbio, estimulando a fuga de capitais, que, a partir de um momento, passaram a constituir uma parte elevada de sua dívida externa.

O Brasil cresceu desde os anos 60 a taxas anuais bastante elevadas, através de um processo de substituição de importações e promoção de exportações. Diante do primeiro choque do petróleo, decidiu levar avante o processo de industrialização, reduzindo-se a dependência da importação de bens de capital, matéria-prima e energia, aproveitando-se do crédito internacional abundante e da reduzida taxa de juro internacional. Essa estratégia funcionou adequadamente por seis anos até 1979, quando a segunda crise do petróleo e a elevação da taxa de juro, a partir de 1982, impediram a sua continuidade e o financiamento adequado das contas externas.

Nesse período, a acumulação do débito externo pelo Brasil pode ser considerada “o único exemplo de uma decisão consciente de financiar um maior investimento total e público na América Latina. A favor desse tipo de decisão pode-se mencionar o fato que o Brasil foi o único devedor que ajustou seu ‘gap’ externo adequadamente no começo dos anos 80. Deve-se assinalar que a articulação da economia brasileira com o sistema financeiro internacional foi prolongada e mediatizada pelo Estado” (Frenkel, 1994, pág. 6).

Os casos da Argentina e Chile são diferentes. Tendo passado por regimes populistas que promoveram gastos públicos e políticas salariais totalmente inadequados, ambos os países geraram condições de inflação reprimida, que levaram a dramáticas crises de balanço de pagamentos. Tal situação levou tais países (Chile, 1973; Argentina, 1975) a regimes militares com diretrizes econômicas opostas à direção anterior.

Então, um conjunto de reformas foi implementado, com características que se assemelhavam bastante ao então inexistente “Consenso de Washington”, ou seja, restaurou uma economia de mercado mediante: (1) liberação de preços; (2) eliminação de restrições quantitativas no comércio internacional e redução de tarifas; (3) desenvolvimento de um mercado de capital doméstico pela liberalização da taxa de juro e pela eliminação de controles sobre a alocação de créditos; (4) promoção da livre entrada de capitais; (5) redução da participação do setor público na produção.

Esse programa se distinguiu ainda de outros ajustes ortodoxos (Brasil, 1982; México, 1983) pela adoção do chamado “monetarismo global”, que mantém que uma taxa de câmbio fixa é o veículo mais adequado para induzir um processo desinflacionário.

O novo regime deu tanto à Argentina como ao Chile um maior acesso ao crédito externo como também um maior apoio multilateral, ficando, de outro lado, muito mais expostos aos azares das finanças internacionais. A liberalização do comércio, bem como a desregulamentação financeira, com a supervalorização da taxa de câmbio, foi seguida por *booms* de consumo e importações que, com a especulação financeira, levaram a elevados déficits financiados por um rápido crescimento do endividamento externo. Assim, quando se eleva a taxa de juro (como ocorre especialmente a partir de 1982), esses países estão grandemente debilitados. No caso da Argentina, a fuga de capitais foi a responsável por um significativo aumento da dívida externa. Apesar disso, tais reformas, bem como seus resultados, foram consideradas excelentes e mesmo exaltadas por instituições financeiras internacionais (inclusive o FMI), mesmo quando o financiamento no setor externo se mostrava insustentável.

Assim, pode-se observar que, no Cone Sul, o caminho para a crise foi completamente diferente do caso brasileiro e teve poucos pontos em comum com a experiência mexicana.

As crises chilena e argentina foram devidas muito mais a experimentos de política econômica neoconservadora do que à estratégia de desenvolvimento estabelecida por tais países até o início dos anos 70.

Como se verá adiante, pela análise da crise dos anos 80, quanto mais voltadas para o mercado, maior a desestabilização das economias quando ocorrem choques externos. A estabilização, através de mecanismos de mercado (flexibilidade de preços e da taxa de juro doméstica e a flexibilidade de portfólios como instrumentos de alocação de recursos reais), não funcionou como se supunha ou permitiu mecanismos perversos, por exemplo, dinâmica financeira especulativa gerada pelo crescimento da taxa de juro interno, etc. O não-reconhecimento dessa realidade levou muitos observadores a atribuírem a crise que caracterizará os anos 80 à implementação do modelo de industrialização substitutiva de importações do pós-guerra. Assim, apesar de muitas críticas da ortodoxia a tal modelo serem adequadas (a falta de estabilidade do setor real, as características rudimentares do sistema financeiro, a fragilidade das políticas fiscais), os fatores preponderantes decorrem de uma crise financeira internacional e de certas políticas, como as mencionadas anteriormente, que fragilizaram ainda mais o sistema financeiro desses países. O não-reconhecimento desses fatos está na proposta de políticas que aparecem “mais como imagens invertidas, do modelo econômico anterior”. O fato de se saber o que não deve ser feito não implica que se saiba automaticamente o que deve ser feito. A análise do que ocorreu nos anos 80 comprova essas considerações.

### **III. A CRISE DOS ANOS 80**

Nos anos 80, a América Latina passou pela pior crise econômica do pós-guerra, levando a uma deterioração das variáveis externas de suas economias, agravada pelas condições macroeconômicas internas extremamente frágeis.

O comportamento da economia mundial, especialmente dos países industriais, a elevação da taxa de juro, bem como a deterioração dos preços dos *commodities*, foram peças importantes na determinação desse quadro. A taxa de juro real - que combina em um indicador os efeitos da elevação da taxa de juro nominal e de uma queda dos preços de

exportação dos *commodities* - pulou de uma média de 3,4%, entre 1970 e 1980, para 19,9%, em 1981, para 27,5%, em 1982 e para 17,7%, em 1983.

Em muitos países, uma má administração econômica se somou a essa situação adversa, ao se deixar supervalorizada a taxa de câmbio nos anos 70 e no início dos anos 80.

Na Argentina, adotou-se um programa de desvalorizações cambiais decrescentes e preanunciadas, como uma forma de reduzir a inflação, não acompanhado de um controle fiscal. No México, a expansão fiscal, no fim dos anos 70, levou a uma sobrevalorização da taxa de câmbio. No Chile, tendo em vista reverter um renitente processo inflacionário, estabeleceu-se a paridade da moeda com o dólar em junho de 1979, os salários foram indexados à inflação passada e liberados os controles do capital. A taxa de câmbio apreciou em mais de 30% em dois anos, levando a uma fragilização do setor dos exportáveis e a um déficit de 14% do produto interno.

A sobrevalorização cambial expunha a região a uma enorme fuga de capitais como indicado no quadro 1:

## QUADRO 1

Em bilhões de dólares.

<b>País/ano</b>	<b>1979</b>	<b>1980</b>	<b>1981</b>	<b>1982</b>	<b>1983</b>	<b>1984</b>
Argentina	2,2	3,5	4,5	7,6	1,3	-3,4
Brasil	1,3	2,0	-1,4	1,8	0,5	4,0
México	-1,1	2,2	2,6	4,7	9,3	2,6

Fonte: Edwards, 1995, p. 23.

Em agosto de 1982, após o México anunciar o grau de suas dificuldades financeiras, os bancos comerciais reduziram grandemente o fluxo de empréstimos para os países do Terceiro Mundo, especialmente para a América Latina. Entre 1981 e 1983, a redução de tais empréstimos atingiu quase 40%. Além disso, “os maiores devedores foram forçados a eliminar seus déficits correntes em menos de três anos. Os países da América Latina tiveram de realizar uma revolução em seu balanço comercial, indo de um déficit agregado de quase 2 bilhões em 1981 para um superávit de mais de 39 bilhões em 1984” (Edwards, 1995, pág. 23).

Em termos de empréstimos bancários, a partir de 1982, a transferência de recursos tornou-se negativa, sendo que, desse ano até 1986, a transferência líquida foi de 26,4 bilhões de dólares ao ano, contra uma transferência (positiva) líquida anual de 12 bilhões durante 1976 e 1981.

Os ajustamentos no balanço de transações correntes e no balanço comercial foram obtidos mediante contrações no valor das importações e dos investimentos, sendo que a deterioração, nos termos de intercâmbio entre 1981 e 1986, tornou tal ajustamento ainda mais difícil. Especificamente para o Brasil, Chile, Argentina e México, o investimento caiu de 23%, no período 1973-77, para 17%, no período 1983-86.

O processo de reversão das transferências foi conseguido mediante “uma combinação de políticas de redução e de gastos, inclusive desvalorizações das taxas de câmbio, controle de capital e imposição de quotas de importação. O ajustamento tornou necessária uma elevação na taxa de juro real e mudanças sensíveis nos preços relativos e nas desvalorizações reais” (idem, pág. 26).

Em uma perspectiva macroeconômica, os efeitos da crise podem ser expressos em termos dos “gaps” internos (fiscal) e externos e dos mecanismos amplificadores de seus efeitos. Diante dessa situação, a primeira reação dos países em dificuldade foi a de produzir um excedente comercial capaz de cobrir o déficit financeiro, através de desvalorizações cambiais que tiveram impacto inflacionário imediato, especialmente nos casos brasileiro e argentino. Além disso, a elevação da taxa de juro internacional contribuiu para aumentar as dificuldades fiscais do governo desses países, levando-os a recorrer ao financiamento

inflacionário, tornando a política monetária passiva, isto é, uma simples validadora das pressões inflacionárias decorrentes das desvalorizações nominais. Além disso, ao procurar reduzir o déficit fiscal mediante uma redução do gasto público, houve um desestímulo ao investimento privado, principalmente por causa do efeito de *crowding-in* que aquele tem sobre este. Obviamente, esses processos, conjuntamente com a indexação, contribuíram para generalizar a crise para um sistema financeiro já *per si* não muito robusto, o que ocorreu tanto para Argentina, Brasil, Chile e México.

Nesse processo crítico de instabilidade e incerteza, era natural que houvesse uma redução da poupança e da inversão privadas, estagnação tecnológica e perda da competitividade internacional. Assim, no fim da década, tornava-se claro que a recuperação dessas economias só seria possível mediante alterações radicais no panorama internacional e/ou mediante alterações estruturais nessas economias.

#### **IV. O AJUSTAMENTO DOS “GAPS” INTERNOS E EXTERNOS<sup>1</sup>**

Para se analisar o processo de ajuste macroeconômico e suas conseqüências, procurar-se-á analisar isoladamente os casos do Brasil, Chile, México e Argentina, embora o caso do México e da Argentina apresentem algumas características bastante semelhantes.

##### **1. CHILE**

No caso chileno, parte-se de uma situação fiscal favorável em 1980 com um superávit fiscal de 6,4% do PIB e com superávit operacional de 5,7%. Em 1982, após o choque, o superávit primário passa para um déficit de 4,2%. A poupança privada, em função do aumento de gastos correntes, tem uma redução de 3% do PIB. O processo de ajuste entre 1982 e 1984 foi grandemente facilitado pela disponibilidade de recursos externos que impediram que ocorresse uma desestabilização violenta dos mercados financeiros análoga às que ocorreram nos demais países em análise (as condições e conseqüências menos imediatas desse processo serão consideradas posteriormente).

<sup>1</sup> Este item está baseado, em grande parte, em Frenkel, 1995.

Em 1984, o setor público já havia recuperado sua capacidade de investimento, que chega a 7% do PIB em 1985. O equilíbrio fiscal é conseguido em 1988, o qual foi permitido também pelos recursos gerados pela exploração governamental da produção de cobre, cujas receitas se elevaram de 5,2% do PIB em 1981 para 14,1% em 1987-88. Contribuíram para isso também as privatizações ocorridas no período. Esses fatores permitiram que o investimento público atingisse uma média de 7% do PIB no período 1985-90.

Em relação aos demais países da América Latina, esse comportamento é atípico na medida em que estes mostram uma clara redução no gasto público. Com o fim da ditadura no Pinochet, ocorre uma maior pressão no sentido de se aumentar o gasto público. Tal realmente se verificou, mas foi coberto por uma elevação da receita fiscal capaz de financiar tal acréscimo.

Os anos 90 da economia chilena foram marcados pelo estímulo à entrada de investimento estrangeiro direto, porém por um claro controle à entrada de capitais de curto prazo e pela manutenção de uma taxa cambial competitiva. Tal se conseguiu, mediante uma série de medidas: a) ampliação da margem de flutuação do câmbio em janeiro de 1992, sendo que os valores-limite da margem ficaram ligados à diferença entre a taxa de inflação interna e a inflação do dólar, aumentando-se com isto o risco das aplicações de curto prazo; b) substituição do dólar por uma “cesta” de outras moedas, visando-se com isto reduzir a arbitragem entre a taxa de juro em ativos domésticos e ativos denominados em dólar; c) o crédito externo de curto prazo (menos de 12 meses) ficaria sujeito a uma reserva de 30%, em caso de bancos, e 20%, em caso de empresas; d) operações de curto prazo do Banco Central visando esterilizar a liquidez decorrente das entradas de capital.

Do que foi exposto, pode-se verificar que, no caso chileno, o ajustamento dependeu, fundamentalmente, de medidas internas, embora certas condições felizes, tais como a elevação do preço do cobre, tivessem contribuído. Tal ajustamento não dependerá do *boom* de efeito de capital que ocorreu no início dos anos 90, como vai acontecer especialmente nos casos da Argentina e do México. Constitui-se sim, no caso chileno, um equilíbrio que pode ser considerado robusto diante das oscilações dos fluxos de capital.

## 2. MÉXICO

Em 1981, o déficit fiscal atinge 11% do PNB contra um valor de 2,5% em 1980; o déficit primário cresce 5% no período, refletindo um claro aumento no gasto público, não acompanhado por uma igual elevação nas receitas tributárias. No entanto, um drástico ajustamento, a partir de 1982, faz com que um déficit de 7,3% do produto interno se transforme em um superávit de 4,2% em 1983. Desse ano em diante, a situação fiscal oscilou moderadamente, porém com o superávit primário, sendo que o menor ocorreu em 1986, com 2,1% do PNB.

Um primeiro aspecto, que distingue a experiência de ajuste mexicano da experiência chilena, foi uma clara tendência à redução do investimento público, tendência essa que se mantém até o fim da década, caindo tal investimento para aproximadamente 5% do PIB, metade do valor vigente no início dos anos 80. O segundo aspecto tem a ver com a interação entre a inflação e os resultados fiscais, através dos efeitos que aquela exerceu sobre a dívida interna. A taxa inflacionária se acelera a partir de 1981, elevando a taxa de juro nominal, agravando assim a dívida pública constituída sobre empréstimos a juros flutuantes. Assim, embora o déficit operacional estivesse sob controle em 1983, o déficit nominal, que, ao contrário do operacional, inclui também o devido pela correção monetária, atingiu o valor médio de 15% do PIB no período 1983-87. Porém, com o plano de estabilização iniciado a partir de 1987, o valor daquele caiu para 4,4% em 1989-90. Com a queda da inflação, o déficit nominal também caiu, mantendo-se, porém, em 3,9% do PIB.

Apesar da queda do preço do petróleo a partir de 1987, não representando as suas receitas de exportação, de 1991 em diante, mais do que 3% do PIB, as receitas públicas caíram apenas em 3% do PIB, o que pode ser explicado por uma elevação de 1% nas receitas tributárias e pelas recentes privatizações que atingiram o valor de 3% do PIB em 1991 e 1992. Em 1991, o superávit primário atinge 9,1% do PIB e, em 1992, 8,8%. Tais superávits permitem uma redução da dívida interna, que cai de 19,5% do PIB em 1987 para 7,6% em 1993. Esse fato, juntamente com a queda da inflação e das taxas de juro, permitiu uma redução sensível do peso do juro na dívida interna. Considerando-se ainda o efeito positivo do Plano Brady de 1990, juntamente com o efeito favorável sobre o pagamento

de juros externos da apreciação cambial, em 1993-94, as contas públicas permaneceram equilibradas apesar da queda do superávit primário, que vai para 4% do PIB em 1993, as receitas públicas caíram, por sua vez, para 3% do PIB em 1993 e para 2,6% do PIB em 1994.

Em conclusão, pode-se verificar que a melhoria da situação fiscal mexicana até o fim dos anos 80 decorreu de uma drástica redução no gasto público, afetando o potencial de crescimento da economia, o que pode contribuir para uma potencial fragilidade fiscal. Nos anos 90, a melhoria da situação fiscal esteve condicionada às condições internacionais favoráveis. Estas permitiram uma deflação continuada à mercê de uma clara apreciação cambial. Além disso, elas permitiram a elevação das receitas públicas, facilitando o processo de privatização. Dessa maneira, o ajustamento mexicano, dada sua dependência de recursos externos, será muito mais sensível a uma desvalorização cambial, bem como a uma retomada inflacionária, revelando-se assim um ajustamento frágil quando comparado com o caso chileno.

### 3. ARGENTINA

No período pós-crise, o déficit público argentino se elevou bastante em relação aos períodos anteriores, ficando, entre 1981 e 1984, em 9,7% do PIB. No período entre 1981 e 1985, devido à estatização da dívida externa e à elevação da taxa de juro internacional, as autoridades não tiveram como controlar o crescimento daquele, estando com as mãos atadas tanto quanto à receita tributária como ao gasto público. Alguma melhoria conseguida com o Plano Austral, a partir de meados de 1985, foi de curta duração; conseguiu-se reduzir o déficit primário para 1% do PIB, enquanto o déficit operacional caiu para 4%. Tal foi permitido pela melhoria da arrecadação, o que também foi ajudado pela queda da inflação e pela recuperação do nível de atividade. Isto permitiu uma melhoria do nível do gasto público até 1986. Essa situação, no entanto, tende a deteriorar-se a partir de 1987, quando se perde o controle do setor externo e a inflação tem um novo surto, e o governo perde de novo o controle sobre o “gap” fiscal.

Antes de se continuar a análise, cabe fazer algumas observações sobre o alcance da política heterodoxa consubstanciada no Plano Austral, o que vale também para o Brasil com o Plano Cruzado. O insucesso do Plano Austral, como também do Plano Cruzado, não decorreu de uma inconsistência teórica de tais planos, mas antes por não terem sido tomadas todas as medidas necessárias para que dessem certo. Na verdade, o problema com os programas heterodoxos está em se encontrar uma maneira de convencer o público de que uma nova regra (redução da taxa inflacionária conseguida rapidamente) se manterá, ao longo do tempo, o que pode evitar um programa antiinflacionário recessivo.

“A lógica das políticas de preços e salários implícita em recentes programas heterodoxos deve apontar em tal direção. Tais políticas devem ser interpretadas não como projetos não só para reprimir a inflação, mas também para guiar e harmonizar as expectativas dos agentes entre si, com a meta inflacionária da política econômica, para evitar uma recessão, enquanto persistir no público a incerteza em relação a credibilidade geral e a manutenção da nova política. Obviamente, se o resto da política econômica - em particular a fiscal - não for coerente com a meta inflacionária, o programa estará condenado ao fracasso como foi o caso da Argentina, Brasil e Peru” (Ramos, 1989, pág. 26).

Após a mudança, no contexto internacional no início dos anos 90, a situação fiscal na Argentina alterou-se consideravelmente, sendo atingido o equilíbrio em 1992. Para isso contribuíram a redução das taxas de juro internacional e a valorização cambial; a melhora na arrecadação decorrente da retomada da atividade e da queda da taxa inflacionária (Efeito Olivera-Tanzi) e as arrecadações decorrentes do processo de privatização. A esses mecanismos deve-se acrescentar uma redução da dívida pública externa decorrente do Plano Brady.

Tal equilíbrio fiscal comparte algumas características com o atingido pelo México, isto é, uma grande redução do gasto público, que vai de 6,5% do PIB em 1980, para 3,1% em 1990 e 2,2% em 1992. O investimento público federal cai de 1,4% do PIB em 1990, para 0,9% em 1993.

De outro lado, a fragilidade fiscal da Argentina é maior que a do México, sendo os recursos públicos muito sensíveis à inflação e ao nível de atividade, na medida em que

tem origem, fundamentalmente, na tributação sobre salários e em tributos sobre o valor adicionado. Assim, quando, a partir de 1994, a redução no fluxo de capitais leva a uma redução do nível de atividade, as receitas tributárias tendem a cair, reabrindo o déficit no segundo semestre daquele ano, ao que se acrescenta o fato de o programa de privatização estar quase completo. Em uma situação de taxa de câmbio fixo, como passou a vigorar a partir de 1991, a recessão é a única alternativa para se conseguir o equilíbrio externo.

Considerando-se ainda a experiência argentina juntamente com a mexicana, deve-se ressaltar que, nessas duas situações, a estabilização dos anos 90 esteve ligada ao abundante afluxo de capital externo. Além disso, tanto na Argentina como no México, houve uma abertura e uma desregulamentação totais em relação a tais fluxos, ao contrário do que ocorreu no Chile na segunda metade da década de 80. Ora essa desregulamentação juntamente com a total convertibilidade do peso em dólar. Na relação “um por um” determinada em lei, em 1991, quando Cavallo assume o controle da economia, levou à estabilização dos preços, tornando, porém, a política monetária completamente passiva em relação aos movimentos de capital, na medida em que o volume da base monetária estaria determinado pelo volume das reservas detidas pelo Banco Central. O caso argentino foi e é mais radical que o caso mexicano, pois neste o sistema de “banda cambial” dá às autoridades monetárias um pouco mais de flexibilidade na realização de sua política.

#### 4. BRASIL

Até o início de 1982, o déficit fiscal brasileiro foi financiado mediante a entrada de recursos externos. Tal déficit de 3% do PIB se distribuía em partes iguais entre déficit primário e pagamento de juros ao setor privado. A partir de 1983, com os acordos assumidos com o FMI, os resultados primários tornaram-se positivos, no valor de 4% do PIB, e o déficit operacional cai de 7% em 1982 para 2,7% no fim de 1984. Esses valores, no entanto, podem ser explicados, para o período 1982-84, por uma grande contração nos gastos públicos, acompanhada, por uma queda paralela nas receitas tributárias.

Tais resultados, no entanto, se alteram com o fim do regime militar, contribuindo para isso uma clara elevação no gasto público, indo de 8,3% do PIB para 14,3%, no período

1984-89. Tal elevação não contribuiu para um maior desequilíbrio fiscal, em função da redução da taxa de juro internacional, apesar de o pagamento de juros continuar tendo um importante papel nos desembolsos governamentais. Após esse período, as contas públicas passam por uma melhoria (1990-91), porém tornam a se deteriorar no fim do governo Collor; com a queda deste, procura-se recuperar o atraso cambial em relação a 1991.

A alteração nas finanças internacionais leva a um razoável afluxo de capital externo que as autoridades procuram esterilizar, o que vem a dificultar a rolagem de uma dívida cara e contraída a curto prazo, mantendo-se a inflação a taxas elevadas. A partir de meados de 1994, com a implementação do Plano Real, a queda na inflação e a retomada da atividade econômica têm um efeito benéfico sobre a receita tributária, que, apesar disso, não leva a uma situação estável nas contas públicas, a qual, segundo o próprio discurso oficial, dependeria da realização de reformas a serem aprovadas em 1995.

Quanto à política cambial, em julho de 1994, o governo anunciaria que sustentaria um valor mínimo do real em um dólar, deixando a taxa de câmbio flutuar. A taxa de juro foi colocada em um patamar de 1% a 1,5% acima da taxa mensal de inflação. Por causa disso, há uma apreciação de cerca de 15% da taxa de câmbio, sendo esta mantida mediante intervenções das autoridades monetárias.

No fim de 1994, em função da apreciação nominal da taxa de câmbio, decorrente do resíduo inflacionário, a taxa de câmbio já havia apreciado em 30%. Do ponto de vista da política monetária, houve uma apreciável contração de crédito, visando atenuar a liquidez, juntamente com uma taxa adicional sobre as entradas de capital. A partir de 1995, com a posse do novo governo, há uma continuidade na política econômica, que, no entanto, como aconteceu com os demais países analisados, deve incorporar importantes modificações em função da crise mexicana.

## V. DA ESTABILIZAÇÃO DOS ANOS 90 À CRISE MEXICANA

A análise do comportamento da economia argentina, mexicana e chilena mostra uma clara tendência à estabilização entendida como controle inflacionário e equilíbrio interno, isto é, orçamentário, pelo menos até o início da crise mexicana, enquanto a análise da economia brasileira, até o início do segundo semestre de 1994, mostra que ela estaria fora de controle segundo os padrões ortodoxos de análise.

Tal estabilização coincide também com uma alteração das condições financeiras internacionais: a redução da taxa de juro internacional e o afluxo de capitais para os países do Terceiro Mundo juntamente à abertura comercial e financeira desses países (redução das tarifas de importação e desregulamentação dos mercados financeiros).

Tais números para a América Latina estão nos dados do quadro 2:

### QUADRO 2

#### Ingresso bruto de capital na América Latina (bilhões de US\$, média anual)

Ano	Total	Investimento Direto
1973-76	16,7	2,3
1977-82	36,5	5,5
1983-89	-17,2	4,7
1990-93	36,7	12,3

Fontes: Dornbusch (1995) e FMI.

Pelos valores do quadro 2, pode-se verificar que, nos anos 90, recuperam-se as condições de financiamento favoráveis da década de 80.

Para a Argentina, Brasil, México e Chile, a tendência pode ser ilustrada pela entrada líquida de recursos como percentual do PIB para os anos de 1988 a 1992.

### QUADRO 3

#### Entrada líquida de recursos como percentual do PIB

País/ano	1988	1989	1990	1991	1992
Argentina	2,8	0,3	0,5	3,0	5,7
Brasil	-0,5	0,3	1,1	0,2	-
Chile	5,0	5,5	11,7	3,0	7,8
México	-0,8	0,7	3,5	7,1	8,7

Fontes: Edwards (1995), Banco Mundial e FMI.

O problema que se coloca então é determinar-se até que ponto as modificações que ocorrem especialmente na Argentina e no México, em termos de estabilização (controle da inflação e equilíbrio orçamentário) e que se mantêm do início dos anos 90, foram a consequência da alteração das condições internacionais anteriormente mencionada ou tiveram uma autonomia própria, isto é, foram independentes de tais alterações. Nesse caso, segundo muitos, o afluxo de capitais só existiu porque essas economias se estabilizaram.

Considerando-se a primeira metade dos anos 90, podemos constatar que, ao contrário da dos anos 80, quase todos os países da América Latina, especialmente Chile e México,

puderam controlar sua situação de desequilíbrio interno e externo; se bem que o Brasil não apresentava uma situação tão cômoda em relação ao equilíbrio interno, isto é, de controle das contas públicas. Assim, a folga financeira permitida pela redução da taxa de juro internacional, bem como a disponibilidade de capital, fez “com que muitos países tivessem um excesso de oferta de divisas apesar de os déficits da balança comercial e de transações correntes estarem crescendo rapidamente. Conseqüentemente a região como um todo acumulou reservas internacionais e a maioria dos países puderam valorizar suas moedas. A expansão da atividade econômica e a apreciação real do câmbio tiveram efeitos benéficos para a estabilização; o câmbio atrasado desempenhou um papel importante no processo de desinflação, então observado; contribui também para o equilíbrio fiscal reduzido o valor real dos pagamentos de juros sobre a dívida pública. A taxa de inflação mais baixa contribui diretamente para melhorar o valor real das receitas tributárias facilitando a implementação de reformas fiscais e administrativas e aumentando a taxa média de tributos recebidos. Em alguns países o equilíbrio fiscal resultou substancialmente das receitas das privatizações financiadas pelo ingresso de capitais” (Frenkel, 1995, pág. 9).

A taxa média de crescimento para a região como um todo foi de 3,3% em 1991-93 e pouca coisa maior para 1994. Para o México, tal taxa foi de 3% em 1991-92, quase zero em 1993 e de 3% de novo em 1994. Para a Argentina, foi de 9% em 1991-92, decorrente de uma grande expansão de demanda doméstica que se seguiu à implementação do Plano de Convertibilidade em abril de 1991 e que durou por mais dois anos. O Chile também cresceu rapidamente em 1992-93, tendo sua taxa de crescimento reduzida em 1994 em função de uma política de desaquecimento da economia. O Brasil passou a crescer a partir de 1991, recuperando-se de uma recessão em 1990. Tendo, no segundo semestre de 1994, com o Plano Real, experimentado uma expansão semelhante à que a Argentina experimentou a partir de 1991.

Quanto à inflação, os resultados também foram favoráveis: na Argentina, após o Plano da Convertibilidade (1991), a taxa anual foi de 7% (entre 1991 e 1993), caindo para 3,6% em 1994. O Chile, apesar de ser uma economia indexada, e, portanto, com elementos inerciais, teve uma redução inflacionária a partir dos anos 90, tendendo a cair para 8,9% em 1994, em função de uma política de controle de demanda e uma apreciação cambial.

No México, a taxa foi de 13,1% (1991-93), caindo para 6,9% em 1994. O caso do Brasil foi diferente: até a implementação do Plano Real, no segundo semestre de 1994, a inflação anual estava muito elevada, em torno de 1.100% no período 1991-93.

Se compararmos tais resultados com os números relativos à entrada de capital e aos déficits comerciais no Chile, México, Argentina e Brasil, poderemos sugerir algumas respostas aos problemas anteriormente mencionados, isto é, sobre os determinantes da melhoria das condições econômicas desses países.

#### QUADRO 4

País/ano	Entrada de capital		Déficit comercial		Déficit em conta corrente	
	1991-93	1994	1991-93	1994	1991-93	1994
Chile	7.729	3.145	-374	-605	3.513	64,5
México	75.005	10.500	63.213	23.645	59.184	30.600
Argentina	29.374	60.283	8.130	6.000	14.828	11.118
Brasil	19.483	13.060	-39.897	-11.300	-4.186	3.060

Números dados em milhões de dólares; acumulados para 1991-93.

Fontes: ECLAC - Estudios Económico de América Latina Y el Caribe (1993-94) e Frenkel (95).

Alguns pontos interessantes podem ser considerados nos números do quadro 4: o Brasil, apesar de ter as taxas inflacionárias mais elevadas no período de 1994, foi o país que mais recebeu capital. Além disso, foi o país que obteve superávits comerciais mais elevados tanto no período 1991-93 como em 1994, realizando um razoável ajustamento externo, tendo inclusive um superávit em conta corrente no período 1991-93, o mesmo valendo para o Chile (esses pontos são importantes para as considerações que serão feitas posteriormente sobre os modelos de ajuste e estabilidade que foram adotados nos anos 90 pelos países anteriormente considerados).

Outros valores que devem ser considerados dizem respeito ao fato de que a apreciação cambial foi generalizada com exceção da economia brasileira, tal como mostra o quadro 5:

## QUADRO 5

### Taxa de câmbio real (índices 1990 = 100)

País/Ano	1991	1992	1993	1994
Chile	97,9	90,9	91,4	88,2
México	117,9	90,5	83,4	81,2
Argentina	118,4	64,9	57,7	54,9
Brasil	115,7	126,6	126,3	103,2 *

Fontes: ECLAC-Estudios Económico de América Latina Y el Caribe (1993-94) e Frenkel (95).

\* O ano de 1994 inclui a apreciação ocorrida nos primeiros seis meses do Plano Real; de cerca de 30%.

As tendências observadas a partir dos números relativos aos déficits externos e à taxa de câmbio real evidenciam alguns pontos óbvios. Considerando-se a dívida externa e o balanço de transações correntes nas condições existentes, ambos tendiam a elevar-se: o primeiro pelos juros que incidem sobre ela e o segundo pelo fato de depender da taxa de câmbio e da demanda interna. Mantido o câmbio nominal fixo, um ajuste só pode se dar pela contração da demanda, principalmente se a apreciação cambial ocorre juntamente com a liberalização comercial, levando a um processo de desindustrialização e dessubstituição de importações.

Além desses elementos e também por causa deles, há uma reversão da tendência favorável à entrada de capital. Diante da elevação dos déficits correntes, a atitude tanto do México e da Argentina como das instituições de Washington foi a de pensar que haveria uma rápida reversão dos déficits, decorrente da maior competitividade, privatizações e outras

“reformas estruturais”, bem como que os fluxos de capital não se alterariam. Na verdade, essas suposições não se realizaram e não havia mesmo razões para se realizarem. Quanto ao capital, a sua maior parte constituiu-se de aplicações de curto prazo aproveitando-se das condições financeiras favoráveis, que dificilmente poderiam constituir-se em uma condição de longo prazo. As reformas estruturais que estavam ocorrendo tanto na Argentina como no México antes de ser o elemento de atração do capital eram consequência da margem de manobra que seu ingresso estava permitindo.

Apesar desses fatos, de percepção não-difícil até a crise de dezembro de 1994, suponha-se que o México, por causa de seu processo de estabilização, tinha superado os problemas que caracterizam a instabilidade econômico e financeira do Terceiro Mundo, ao passo que o Brasil era visto como um país lutando ainda com os vícios do “populismo econômico”. Assim, para a versão convencional, a crise mexicana, bem como suas consequências, não eram esperadas.

Isto não quer dizer que tal situação não pudesse ser prevista, pois, como observa Dornbusch, “em 1993, os preços dos produtores mexicanos já haviam se elevado em dólar em 45%, comparados com os preços americanos. Uma sobrevalorização de pelo menos 25% podia ser percebida. O crescimento caiu (exceto pelos gastos do ano eleitoral), a taxa real de juro estava extremamente alta, quando medida pelas taxas de empréstimos bancários, e o balanço de pagamento se aproximava de uma situação de elevado superávit (capitais de curto prazo). Todos os sintomas de uma situação financeira difícil estavam presentes (...) uma performance fiscal superior era, naturalmente, o ponto forte para justificar por que o México era bastante atrativo” (Dornbusch, 1995, pág. 3).

Apesar disso, em 1994, os balanços comercial e corrente continuavam mostrando déficits crescentes no México como também na Argentina. No México, as reservas eram de US\$ 29 bilhões em fevereiro de 1994 quando ocorreu a elevação da taxa de juro americana. A partir daí, as reservas começaram a cair encontrando-se no nível de 6 bilhões de dólares em 22 de dezembro de 1994, quando as autoridades permitiram a flutuação do peso. Em 1994, as reservas eram de US\$ 29 bilhões enquanto o déficit corrente foi de US\$ 30,6 bilhões, o que significa uma entrada de capital de US\$ 10 bilhões, um terço da que ocorreu em 1993. Nesse ano, tanto o México como a Argentina apresentaram os piores

indicadores de fragilidade externa. A partir de fevereiro, com a elevação da taxa de juro internacional, houve um aumento do *spread* cobrado por empréstimos para toda a América Latina. Ora, tal só poderia acontecer se os investidores tivessem uma percepção da fragilidade financeira dos países da área, bem como do efeito que uma elevação da taxa de juro poderia ter sobre isso.

É interessante notar-se que “as 'percepções' do mercado estavam em conflito com os julgamentos realizados por algumas instituições financeiras internacionais, como o FMI e o Banco Mundial. De acordo com estes pontos de vista oficiais, os riscos só poderiam decorrer de uma performance fiscal indisciplinada ou de ameaças à realização das reformas estruturais. Como nenhuma dessas condições se aplicavam aos casos do México e da Argentina, ambos os países eram considerados na categoria do mais baixo risco... Do ponto de vista oficial do FMI e do Banco Mundial, a crise mexicana não deveria jamais ter ocorrido. Embora se possa garantir que alguma explicação 'ad hoc' será oferecida a fim de salvar as posições políticas e os princípios teóricos daquilo que mostra a evidência dos fatos, esta será uma tarefa muito difícil” (Frenkel, 1995, pág. 4).

Antes, porém, de resguardar sua doutrina, para as instituições internacionais, era mais importante sustentar os regimes políticos em que as políticas económicas ortodoxas eram aplicadas; daí as características dos pacotes de auxílio financeiro de emergência ao México promovidos tanto pelo FMI como pelo governo americano, 25 a 40 bilhões de dólares, o que não deixou, no entanto, de expor claramente o fracasso da política ortodoxa de estabilização.

## VI. UMA AVALIAÇÃO DAS POLÍTICAS RECENTES DE ESTABILIZAÇÃO

De acordo com a análise do item IV, relativa aos fechamentos dos “gaps” internos e externos, pudemos verificar:

- que o fechamento desses “gaps”, para a economia chilena, foi anterior à retomada dos fluxos financeiros internacionais, que ocorre a partir dos anos 90.
- que o fechamento desses “gaps”, nos casos da Argentina e México, só ocorre com a retomada desses fluxos e, portanto, é dependente deles, como o desenvolvimento dos fatos, especialmente a crise mexicana de 1994, pode comprová-lo.
- e que, finalmente, o Brasil não fechou o “gap” interno, como os números referentes aos anos 90 mostrarão; mas que, como se pretende mostrar, por ter procurado se ajustar externamente, mediante uma política de substituição de importações, de incentivos à exportação e de uma desvalorização cambial adequada, criou condição de realizar um ajustamento externo independente da entrada de recursos externos, pelo menos até a posse do atual presidente. Os problemas que surgiram posteriormente decorreram da adoção de uma política de valorização cambial que, de maneira inadequada, privilegia fundamentalmente o controle inflacionário.

A análise dos dados apresentados no item V nos mostra algumas informações interessantes: de 1988 até 1992, o Brasil, entre os quatro países analisados, foi o que recebeu menos recursos líquidos do Exterior. Em 1991, Argentina e México continuam a receber o maior volume de recursos externos, o Brasil recebendo apenas mais do que o Chile (quadro 2); porém, em 1994, o Brasil já está recebendo mais dinheiro que os demais países (quadro 3).

Deve-se observar que os resultados, em termos de entrada de capital, especialmente em 1994, favoráveis ao Brasil, ocorreram em um momento em que a taxa inflacionária estava em torno de 1.100% (tendo sido de 1.897%, no período 1991-93), ao passo que, no México, a taxa de inflação havia caído de 13,1% (1991-93) para 6,9% em 1994, enquanto, para a Argentina, caiu de 7% (1991-93) para 3,6% em 1994.

Como já mencionado anteriormente, esses números ilustram o fato de que a entrada de capital não depende de um ajustamento interno anterior. Note-se que, simultaneamente ao período em que Argentina e México se ajustavam internamente, o Brasil realizava seu ajuste externo como comprovado pelos dados relativos aos déficits comercial e corrente, o mesmo não ocorrendo para Argentina e México. O caso do Chile não se enquadra nas duas situações acima por já ter realizado seu ajustamento externo e interno nos anos 80.

Outra informação importante está apresentada no quadro 4, mostrando uma clara tendência para a valorização cambial da Argentina, Chile e México, ao contrário do que aconteceu com o Brasil, que mostra uma clara tendência à desvalorização do câmbio. Note-se que essa tendência é alterada em 1994, por causa da valorização de 30% ocorrida com o Real.

Assim, tudo indica que a entrada de capital nesses países parece depender muito pouco do ajustamento interno, pelo menos é o que nos sugerem os números contrariamente ao pressuposto pela doutrina convencional (FMI e Banco Mundial).

O ajustamento interno, no entanto, não foi a condição necessária e suficiente para o ingresso de capitais. Na Argentina, o afluxo de capital esteve ligado a um período de credibilidade da taxa de câmbio fixa, que praticamente se esvai com a crise mexicana, e as oportunidades de investimento trazidas pelas privatizações. No Brasil, apesar de não existirem tais oportunidades e a inflação estar em 1.142% em 1992 e chegando a 2.489% em 1993, a taxa de câmbio estava indexada à inflação doméstica, e altos lucros financeiros podiam ser obtidos em depósitos de curto prazo ou ações. A essas condições se juntavam, como garantia, superávits de 12 bilhões de dólares em 1992 e de 8 bilhões em 1993 que reforçavam as reservas e dissipavam qualquer receio de desvalorização.

Assim, quando se analisa especialmente a situação do Brasil de um lado e Argentina e México de outro, constata-se que o primeiro apresenta condições muito mais favoráveis para o investidor externo e que isto não ocorre por acaso, mas dependeu do tipo de política econômica que praticou, dando maior importância à manutenção das condições de crescimento, inclusive realizando um ajustamento externo, deixando como objetivo posterior o ajustamento interno. A mesma preocupação pode ser identificada na experiência chilena posterior à segunda metade dos anos 80.

Tal constatação leva ao questionamento da eficácia das políticas ortodoxas comparadas com os programas de política econômica em que se colocaram como objetivos prioritários a manutenção do emprego e o crescimento, mesmo quando tais objetivos envolvam um ajustamento externo. A primeira limitação da abordagem ortodoxa é não distinguir claramente a natureza dos ajustes internos e externos.

Sua abordagem do processo de estabilização acentua apenas o equilíbrio interno através do equilíbrio orçamentário, admitindo que o equilíbrio externo é uma simples consequência do primeiro. Na verdade, existe uma grande quantidade de evidências chamando atenção para a autonomia desses dois equilíbrios, tal como a crise mexicana recente, na qual o “gap” externo reabriu quando o orçamento fiscal estava em uma situação de superávit, ou ajustamento externo do Brasil, quando ocorria desequilíbrio orçamentário.

Daí a importância de se estabelecer uma certa seqüência nas decisões relativas aos dois equilíbrios. Na verdade, uma política de estabilização (isto é, de redução de inflação) não tem custos que sejam inevitáveis; na medida em que supusermos, como fazem os próprios monetaristas, que a inflação seria “demasiado dinheiro para adquirir uma quantidade dada de bens”; nesse caso, uma recessão, decorrente eventualmente de uma política antiinflacionária, poderia até contrariar tal objetivo. Assim, como a redução da inflação requer apenas uma alteração nos valores de certas variáveis (taxa de câmbio, salários, preços, oferta monetária), ela não precisa necessariamente de uma alteração no valor da produção. Ao passo que um programa de ajuste, definindo o ajuste como equilíbrio externo, tem custos que não podem ser evitados na medida em que deve transferir recursos para o Exterior. Ora, isto requer ou que se reduza a disponibilidade de bens e serviços para o mercado interno ou seu crescimento. Assim, “embora o gasto interno (absorção) tenha inevitavelmente que cair em relação à produção, esta não tem que cair (...), antes deve mudar sua composição elevando a produção de ‘tradables’ (as exportações e os substitutos das importações) reduzindo a produção de não ‘tradables’” (Ramos, 1991, pág. 122).

Assim, na medida em que seja possível a convivência com a inflação, através da indexação, é possível postergar-se um programa de estabilização pelo menos até que não se entre em uma situação de hiperinflação. O mesmo não pode acontecer com o desequilíbrio

externo, pois, uma vez esgotadas as reservas, e o acesso ao crédito externo não sendo possível, a balança de pagamento impõe um ajustamento inevitável, tal como uma limitação orçamentária.

Assim sendo, enquanto um programa de estabilização supõe, em um primeiro momento, uma desaceleração de valores nominais (um tratamento de choque pode ser eficiente principalmente em situações de inflações de três ou mais dígitos), um processo de ajustamento externo vai depender de mudanças reais na esfera produtiva mediante a elevação da produção de bens comerciáveis (*tradable*) e, eventualmente, diminuição da produção de não-comerciáveis. Ora, o problema que surge é que, embora seja fácil reduzir-se a produção de bens não-comerciáveis, o aumento da produção de bens comerciáveis (exportações) é lento na medida em que envolve uma importante realocação de recursos. Disto decorre que, para evitar uma recessão, esse processo deve ser gradual. Ora, “é interessante notar-se em relação a estes pontos que as recomendações do FMI tendem a inverter as conclusões acima: costumam propor reajustes externos muito rápidos (talvez por considerá-los inadiáveis) porém são mais gradualistas que o necessário quanto à estabilização de preços” (idem, pág. 123).

Outro ponto importante a ser considerado é o de que, enquanto alguns elementos de um programa de reajuste podem contribuir para a redução da inflação (redução de gastos), outros, como desvalorização cambial, elevação de tarifas, podem contribuir para a sua elevação. Daí a vantagem de se lidar com esses desequilíbrios de maneira seqüencial, e não simultânea. Assim, se o desequilíbrio externo for a maior restrição (o que normalmente acontece, salvo em casos de hiperinflação), tudo indica ser mais adequado realizar-se inicialmente o ajuste externo, mesmo que isso envolva uma elevação da inflação, para depois então se realizar o combate à inflação, mesmo porque, em certas situações, este pode prejudicar o reajuste externo, ao dificultar a realocação de recursos para o setor de comerciáveis.

O reconhecimento desses fatos pode explicar por que o reajuste na América Latina tem sido tão difícil e envolvido tantos custos decorrentes de processos recessivos. Isto pode ser mostrado de maneira formal.

Sabendo-se que o  $PIB = C + I + G + X - M$ , onde  $C + I + G$  é o gasto interno que podemos identificar por  $E$ , e  $(X - M)$  o superávit comercial, temos que  $PIB = E + X - M$ . Dado que o PIB permaneça constante, um  $\Delta (X - M)$  requerido pelo ajuste tem como contrapartida uma redução em  $E$ , pois  $\Delta (PIB - E) = \Delta (X - M)$ . Para que isso aconteça, devem ocorrer dois tipos de política: a) realocação de recursos (mediante uma desvalorização cambial, por exemplo) que eleve as exportações e diminua as importações (substituição de importações); b) políticas de gastos que reduzam a relação gasto - produto, isto é, que aumentem  $\Delta (PIB - E)$ . Tal tipo de política norteou os processos de ajustamento na América Latina, sendo que o objetivo b) conseguiu-se mediante reduções do gasto público, redução de salário e elevação das taxas de juro.

O problema com essa política é que, normalmente, com o propósito de se reduzir o gasto interno mediante controle rigoroso da demanda para se obter um certo valor do superávit comercial, essa redução afeta não apenas os “comerciáveis”, aumentando sua produção, mas também os “não-comerciáveis”, reduzindo seu valor, como acontece com parte razoável da produção industrial interna. Dessa maneira, se se quer evitar uma recessão, o corte dos gastos não deveria ser global, mas seletivo. O corte do gasto em “não-comerciáveis” pode contribuir para o ajuste, mas a um alto custo, pois poupa ou gera divisas apenas à medida que a produção de “não-comerciáveis” está deslocando ou impedindo a produção de comerciáveis. O que pode ser demonstrado abaixo:

Dividindo-se o PIB em comerciáveis ( $Q_t$ ) e não-comerciáveis ( $Q_n$ ) menos os insumos importados para sua produção, temos:

$$PIB = (Q_t + Q_n) - (m_t Q_t + m_n Q_n)$$

Definindo-se o gasto total interno,  $D$ , como o gasto em “comerciáveis” mais os “não-comerciáveis”, temos:

$$D = D_t + D_n$$

De outro lado, como o superávit comercial é:

$$B = Q_t + Q_n - (m_t Q_t + m_n Q_n) - (D_t + D_n)$$

Supondo-se inflexibilidade de preços, a produção de “não-comerciáveis” é igual à sua demanda, ou seja:

$$Q_n = D_n$$

Substituindo  $D_n$  por  $Q_n$  na equação anterior e manipulando-a, temos:

$$B = Q_t (I - m_t) - m_n Q_n - D_t$$

Assim um aumento em  $B$ , supondo-se  $m_t$  e  $m_n$  constantes a curto prazo, requer:

$$\Delta B = \Delta Q_t (I - m_t) + \Delta D_t + m_n \Delta Q$$

o que significa  $\Delta B$  melhorará: a) se aumentar a produção de “comerciáveis”,  $\Delta Q_t$  (maiores exportações e substituição de importações); b) se cair a demanda interna de comerciáveis ( $D_t$ ); c) cair a demanda por “não-comerciáveis” ( $Q_n$ ).

A primeira alternativa seria a mais adequada, pois permite melhorar  $B$  sem reduzir o padrão de vida da população; foi a seguida pelos “tigres asiáticos”. A segunda, a redução no gasto interno de comerciáveis, não reduz a produção nem o emprego, porém reduz o padrão de vida da população, foi a alternativa seguida pelo Brasil a partir de 1983 e mantida por quase uma década e a seguida pelo Chile após 1985. E, finalmente, o terceiro caminho, o mais rápido, não só reduz o padrão de vida em proporção direta à redução de gastos, mas reduz muito mais a produção do que melhora o superávit comercial, uma vez que este só melhora na proporção da participação de insumos importados no gasto em não-comerciáveis, dando lugar a um ajuste recessivo (Cf. Arellano, 1986).

A não-distinção entre estabilização e ajuste externo pela visão ortodoxa faz com que se opte, geralmente, por uma taxa de câmbio fixa, como a forma mais rápida de estabilização. Enquanto os mercados financeiros internacionais permitirem, isso se fará sem grandes reduções de gastos internos, porém com um claro desequilíbrio em conta corrente e endividamento. Quando os capitais externos deixam de entrar ou, alternativamente, o balanço comercial se torna negativo, o diagnóstico é o de que a estabilização foi

inadequada<sup>2</sup>, restando, então, como alternativa ortodoxa, um ajustamento radical tal como considerado na terceira alternativa.

## VII. ALGUMAS CONSIDERAÇÕES FINAIS

Na realidade, a política econômica marcada pela preponderância do ajustamento interno caracterizou os processos de estabilização do México a partir de 1986 e da Argentina a partir do plano Cavallo em 1991, isto é, marcada por uma política de controle rápido da inflação, que teria como subproduto um ajuste externo não-seletivo. Tais experiências, como analisado anteriormente, tiveram uma razoável sobrevida, entrando pelos anos 90, simplesmente porque coincidiu com uma situação de grande oferta de capitais no mercado internacional, o que levou aqueles países a um superendividamento. Tanto isso é verdade que, com o refluxo desses capitais a partir do início de 1994 e com a conseqüente elevação das taxas de juro internacionais, verifica-se um processo de crise nessas economias.

Os números considerados anteriormente nos permitiram mostrar também que os capitais não afluíram para esses países por causa das “reformas estruturais” baseadas na doutrina do FMI e do Banco Mundial, mas simplesmente porque nesses países praticava-se juro muito elevado. Em 1994, o Brasil, com taxas de inflação de quatro dígitos e com as contas internas não-equilibradas, continuou recebendo capitais.

Finalmente, como conclusão, só é interessante lembrar que mesmo analistas ortodoxos, porém interessados na objetividade dos fatos, já vinham chamando atenção para os problemas envolvidos com tal política. Considerando-se inicialmente o México, observamos que, em dezembro de 1987, já estava em curso um processo de estabilização, que derruba uma inflação de 200% ao ano para 30%, menos de 2% ao mês no fim de 1988, chegando a 1% ao mês no segundo semestre deste ano. O mecanismo dessa redução foi um programa combinado de câmbio fixo, um congelamento dos preços públicos e um acordo com o setor privado para um controle de seus preços. Tudo isso combinado com políticas fiscais e monetárias restritivas.

---

<sup>2</sup> Tal justificação está sendo utilizada hoje no Brasil para manter a taxa de juro muito elevada tendo em vista manter a entrada de capital externo e as reservas para compensar o déficit comercial e o de serviços. A justificativa é a não-realização das reformas estruturais.

A continuidade desse processo de estabilização, no entanto, dependia de um alinhamento dos preços macroeconômicos, pois “os vários instrumentos de uma política de rendimentos - taxa de câmbio, salários, preços públicos e privados e oferta monetária nominal - devem estar cuidadosamente alinhados. Falhas no alinhamento desses instrumentos de política podem levar a performances dramaticamente pobres” (Dornbusch, 1985, pág. 6).

No caso mexicano, o problema surge em relação à taxa de câmbio, que, desde 1986, estava apreciada e que, a partir desse ano, continua se valorizando, sendo, portanto, essencial para o governo se afastar de tal armadilha. Porém, durante o fim dos anos 80 e começo dos anos 90, com o acesso fácil às finanças externas, a redução da inflação aos níveis dos EUA tornou-se a única preocupação. A depreciação da moeda, mantida bem abaixo da taxa inflacionária, contribuía para a redução da inflação, mas reduzia enormemente a competitividade externa, o que, no entanto, foi desconsiderado em função da entrada maciça de capital externo.

Assim, “em 1993 os preços mexicanos haviam subido 45% em dólar, comparado com os preços nos EUA. Uma sobrevalorização de pelo menos 25% podia ser identificada. As taxas de crescimento caíram (exceto no ano eleitoral), as taxas de juro medidas pelas taxas dos bancos comerciais estavam extremamente altas e o balanço externo caminhava para um maciço superávit (...) O peso estava claramente sobrevalorizado, mas os líderes mexicanos recusavam-se a reconhecer os fatos e os investidores externos estavam iludidos expondo-se abertamente. Uma performance fiscal superior era naturalmente o ponto forte para explicar a atração exercida pelo México” (Dornbusch, 1995, pág. 3).

Como os fatos mostraram, essa situação não poderia levar senão à crise, pois as autoridades nacionais e os organismos internacionais julgavam que os capitais continuariam afluindo abundantemente. Obviamente, isso não aconteceu e a intervenção americana evitou que o pânico se espalhasse imediatamente para o Brasil e Argentina.

Uma situação semelhante ocorreu com o Chile no início de 1980; este país, no entanto, se recuperou de maneira efetiva mediante uma “taxa de câmbio competitiva e um sólido balanço externo; a inflação foi tratada com seriedade, mas sem que permitisse que ela se tornasse uma obsessão a ponto de se produzir uma recessão para se conseguir uma deflação ou, pior ainda, arriscar-se a uma sobrevalorização” (idem, pág. 7).

O observador das economias latino-americanas pode perceber que a experiência argentina - com dolarização plena e colocando o controle da inflação como objetivo supremo permitido pela paridade dólar - caminha para uma situação social e econômica de desemprego muito grave, não tendo nem mesmo, nas atuais circunstâncias, possibilidade de recorrer a uma desvalorização, pois mais de 50% de seus contratos são dolarizados.

Finalmente, o Brasil, que tinha maior potencial de se estabilizar de maneira permanente, pois o mais difícil, que é o ajuste externo, já estava realizado em finais de 1994, retoma a visão monomaniaca do controle absoluto de inflação, mantendo um câmbio valorizado de cerca de 20% a 30% e uma taxa de juro estratosférica. Esta pode ser a alternativa de curto prazo mais segura, pois o controle inflacionário cria, em um país sujeito a taxas inflacionárias altíssimas, a impressão de estabilidade social política e econômica, porém a médio e longo prazos, como aconteceu com o México, e está acontecendo com a Argentina, dificilmente tal política terá condições de ter continuidade.

## VIII. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARELLANO, J. P. (1986) “La literatura económica y los costos de equilibrar la balanza de pagos en América Latina” em “Políticas Macroeconómicas: Una Perspectiva Latino Americana.” Cortazar, R. Creplan Chile.

CARDOSO, E. (1989) “Hyperinflation in Latin America” em Challenge, jan., fev., vol. 32 n° 1.

DORNBUSCH, R. (1982) “How to turn Mexico’s debt and inflation into growth” em Challenge, jan./fev., vol. 32, n° 1.

DORNBUSCH, R. (1995) “Mexico - The Folly the crash and beyond” in “Garantia Economic Letter”, jan. 23.

ECLAC (1993-94) “Estudios Económico de América Latina y el Caribe”, 1993, e “Balance Preliminar da América Latina y el Caribe” 1994.

EDWARDS, S. (1995) “Crisis and Reform in Latin America: From despair to hope”. Oxford University Press - World Bank.

FRENKEL, R. (1994) “New Prospects for Latin American Development” CEDES, Buenos Aires.

FRENKEL, R. (1995) “A Macroeconomic Sustainability and Development Eighties”. CEDES Prospects: The Latin American Performance in the Eighties. CEDES, Buenos Aires.

RAMOS, J. (1989) “La macroeconomía nekeynesiana vista desde el Sur”. Revista de la Cepal, nº 38, ago.

RAMOS, J. (1991) “Equilibrios Macroeconómicos y Desarrollo” em “El desarrollo desde dentro: un enfoque neoestructuralista para la América Latina”. Sunkel, O. Fondo de Cultura, México.