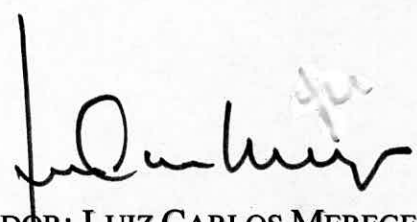


**“CURRENCY BOARD: IMPACTOS POSITIVOS E NEGATIVOS SOB  
A ÓTICA DO CASO ARGENTINO”**



**ORIENTADOR: LUIZ CARLOS MEREGE**

**BOLSISTA: LÍVIA CRISTINA DA S. R. DE PAIVA**

---

## I. Introdução

A teoria do *currency board* teve sua origem no início do século XIX em um grupo de economistas britânicos conhecido como *Currency School*. A primeira experiência de *currency board* ocorreu na colônia britânica de Mauritius, tendo esse sistema sido amplamente utilizado pelas demais colônias britânicas. No fim dos anos 40 deste século, cerca de cinquenta países adotavam o *currency board*, tendo esse número decrescido posteriormente, dado o debate intelectual da época que favoreceu os bancos centrais. Atualmente, esse sistema volta à ser discutido uma vez que, recentemente alguns países como a Argentina, por exemplo, o adotaram (1).

O *Currency Board* é uma autoridade monetária que emite uma moeda conversível na moeda-reserva à uma taxa fixa, a qualquer momento e sem restrições. Como condição para que haja essa conversibilidade ilimitada, o *currency board* mantém 100% do estoque emitido de sua moeda lastreado na moeda reserva. Conseqüentemente, a emissão monetária nesse sistema ocorre apenas se houver em contrapartida um aumento, de igual valor, da moeda-reserva. Em outras palavras, perde-se o poder de emissão da moeda doméstica sem lastro.

Em função da conversibilidade à uma taxa fixa, o *currency board* pode ser considerado um regime de câmbio fixo, porém mais rígido, dado que implica na exigência de determinados fatores, como por exemplo a obrigatoriedade legal de 100% da emissão doméstica ser lastreada em reservas internacionais, não necessariamente presentes num regime de câmbio fixo.

O presente trabalho tem por finalidade analisar o *currency board* em teoria e em prática, abrangendo seus principais aspectos. Com este objetivo, a seção II descreve as características do *currency board*. A seção III apresenta o processo de expansão/contração da oferta monetária nesse sistema. A restrição orçamentária do setor público sob um *currency board* é mostrada na seção IV. A seção V discute as vantagens e desvantagens desse sistema. A seção VI dá início ao estudo da experiência Argentina, expondo o contexto em que o *currency board* foi adotado. As características do modelo de *currency board* argentino são

---

expostos na seção VII, sendo que a seção VIII discute uma dessas características, o bimonetarismo, mais detalhadamente. A seção IX expõe e discute os resultados alcançados com a adoção do *currency board* e a seção X, a conclusão.

## II. Características

Convém ressaltar que as características aqui apresentadas se referem a um sistema de *currency board* ortodoxo, o qual se distancia dos regimes atuais adotados, tais como o argentino, que será objeto de discussão nas seções posteriores.

### *Conversibilidade*

O *currency board* mantém conversibilidade ilimitada entre sua moeda e a moeda-reserva a uma taxa fixa. A taxa de câmbio entre as duas moedas é definida e garantida por lei.

A conversibilidade refere-se à base monetária e não aos demais agregados monetários (M1, M2, M3 e M4). Assim, se um detentor desses agregados desejar a conversão, terá que trocá-lo por moeda doméstica e, então, fazer a conversão. Com relação às demais moedas estrangeiras, que não a de reserva, o *currency board* não determina a taxa de câmbio entre elas e a moeda doméstica, sendo essas taxas determinadas pelas forças de mercado.

### *Política Monetária*

Num regime de *currency board*, ocorre a perda do poder de emissão discrecionária de moeda e esta só ocorre quando há em contrapartida um aumento, de igual valor, das reservas. A política monetária passa a ser automática e se restringe apenas à realizar a troca entre a moeda doméstica e a moeda – reserva à uma taxa fixa.

### *Inflação e Taxas de Juros.*

A taxa de inflação de um país que adota o *currency board* converge para a taxa de inflação do país da moeda – reserva. Isto ocorre porque, dada a taxa de câmbio

---

fixa, se houver diferença de preço entre os bens comercializáveis (bens que podem ser importados ou exportados) no mercado doméstico, as oportunidades de lucro farão com que os preços se ajustem aos preços internacionais. Em outras palavras, a taxa de câmbio nominal fixa funciona como uma âncora, permitindo a constância dos preços dos bens comercializáveis.

Neste caso, quanto maior a abertura comercial, maior será a pressão sobre as taxas de inflação dada a concorrência internacional. Convém ressaltar que as taxas de inflação doméstica convergem lentamente por causa dos bens não-comercializáveis, uma vez que estes bens não sofrem concorrência internacional. Isto acaba por valorizar a taxa de câmbio real.

As taxas de inflação do país da moeda-reserva se transferem para o país que adota o *currency board* por causa da taxa de câmbio fixa. Já o *currency board* não pode gerar inflação independentemente, uma vez que não pode expandir a base monetária sem ter em contrapartida o aumento das reservas internacionais.

As taxas de juros do país que tem sua moeda emitida pelo *currency board* convergem para as taxas de juros do país da moeda – reserva, dada a credibilidade do sistema monetário obtida com tal sistema. A disparidade entre as taxas pode decorrer de expectativas de abandono do sistema ou do risco de insolvência do emitente da obrigação.

### *Reservas*

A fim de manter a conversibilidade do sistema, as reservas de um *currency board* representam no mínimo 100% do estoque emitido de sua moeda, característica garantida por lei. As reservas podem ser ativos financeiros de baixo risco e alta liquidez denominados na moeda lastreadora do sistema e a própria moeda-reserva. Os ativos financeiros são os mais comuns e os mais recomendados, uma vez que geram um retorno para o país. Se possível, o *currency board* deve manter ativos financeiros de longo-prazo, o que implica em menor liquidez, porém em maior rendimento. (Schuler, 1992).

No que tange à moeda - reserva, esta é escolhida por apresentar estabilidade e aceitabilidade internacional.

---

Convém ressaltar que historicamente (Schuler, 1992), a reserva excede entre 5% e 10% o estoque de moeda emitido para se prevenir quanto à uma possível perda de valor dos ativos financeiros que compõem a reserva.

#### *Senhoriagem*

Um sistema de *currency board* obtém ganho de senhoriagem através dos rendimentos obtidos com a aplicação das reservas. O ganho bruto corresponde ao total desses rendimentos. Já o ganho líquido diz respeito à diferença entre o ganho bruto e o custo de colocar e manter em circulação as notas e moedas do *currency board*.

#### *Banco central e bancos comerciais*

O *currency board* pode operar no lugar ou em paralelo à um Banco Central. No último caso, o *currency board* emitiria uma moeda paralela à emitida pelo Banco Central e ambas teriam circulação legal.

Num sistema de *currency board*, os bancos comerciais também podem manter moeda-reserva, o que permite a realização direta da troca de depósitos em moeda doméstica pela moeda-reserva. Isto poderia ser feito indiretamente, através do saque em moeda doméstica dos bancos comerciais e posterior troca pelo *currency board*, uma vez que o último não converte depósitos bancários ou outros ativos financeiros na moeda-lastro.

O *currency board* não atua como prestador de última instância, tornando necessária a manutenção pelos bancos comerciais de reservas em nível suficiente para fazer frente à liquidação dos depósitos que venham a ser realizados por seus clientes.

Por fim, o *currency board* não aceita depósitos de bancos comerciais.

---

### III. A Oferta de Moeda e o mecanismo de ajuste automático

O *currency board* não influencia a oferta monetária de uma economia, uma vez que toda a base monetária tem de estar lastreada em reservas internacionais. Desta forma, não poderia aumentar a base monetária e, conseqüentemente, a oferta monetária, via emissão de moeda doméstica sem o respectivo lastro da moeda-reserva.

O mecanismo de expansão/contração da oferta monetária pode ser analisado de maneira simplificada numa descrição do processo feita por Hanke e Schuler. Neste modelo, as seguintes suposições são observadas:

I – Depósitos em bancos comerciais são conversíveis em notas e moedas do *currency board* à uma taxa fixa.

II – O *currency board* é o único emissor doméstico.

III – A relação entre os depósitos realizados nos bancos comerciais e a reserva mantida por eles (*commercial bank's deposit-to-reserve ratio*) é constante

IV – A relação entre os depósitos realizados pelo público e a quantidade de moeda em poder do público (*public's deposit-to-cash ratio*) é constante.

V – A renda e a oferta monetária movem-se na mesma direção.

VI – Não há filiais de bancos internacionais entre o país que adota o *currency board* e o país emissor da moeda – reserva.

VII – Mudanças no balanço de pagamentos ocorrem apenas na conta corrente, a conta de capital mantém-se constante.

VIII – Não há exigências quanto à reserva mínima que deve ser mantida pelos bancos comerciais ou qualquer outra regulamentação desta natureza.

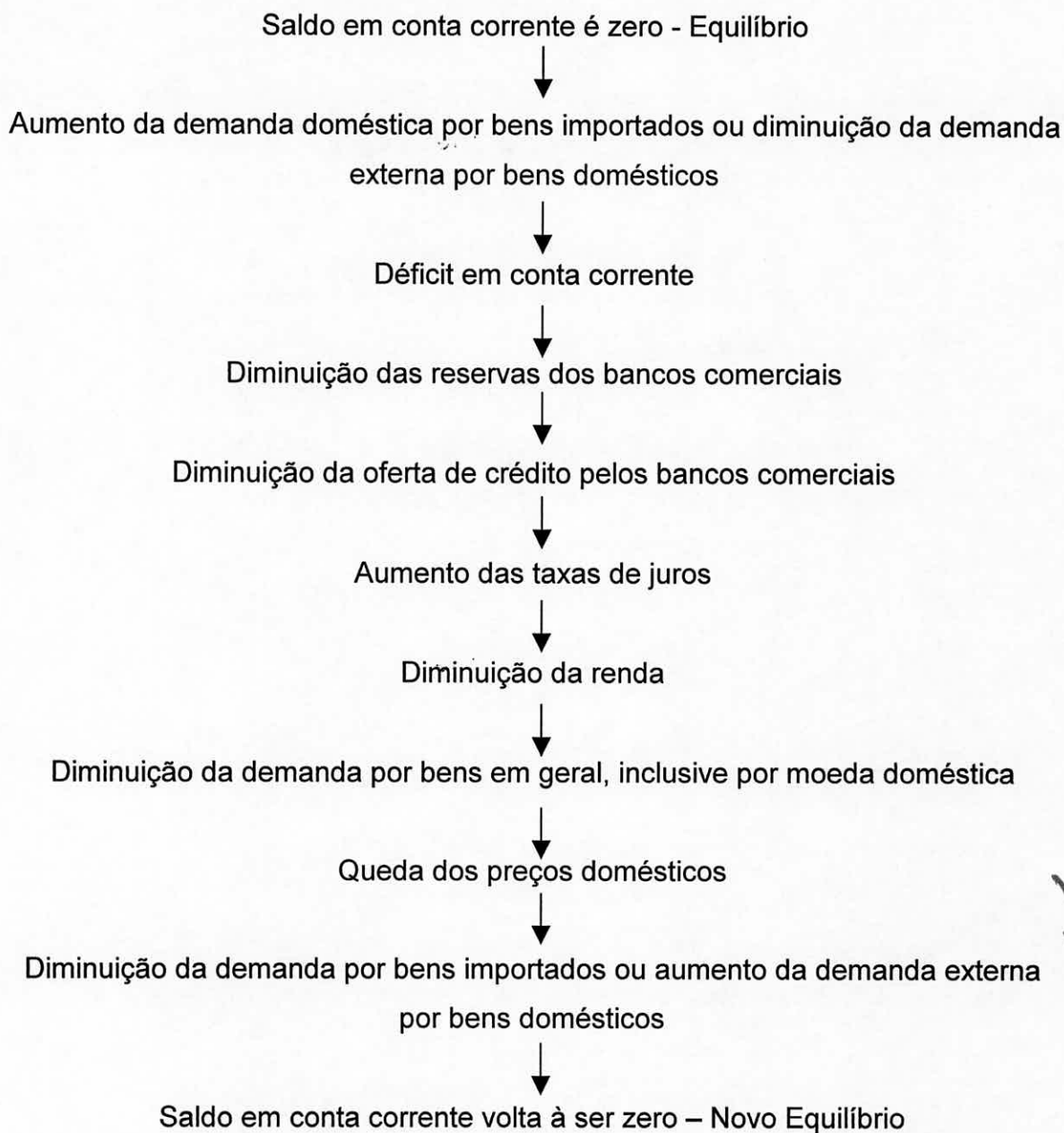
IX – As pessoas não mantêm nem realizam transações domésticas com a moeda-reserva.





---

O processo de contração da oferta monetária pode ser assim descrito:



A mudança na situação dos principais agentes num sistema de *currency board* e a relação entre o último e os bancos comerciais, quando da ocorrência do processo acima representado, pode ser analisado através dos balanços do *currency board*, dos bancos comerciais e do público. O exemplo numérico aqui representado também foi exposto por Hanke e Schuler.

Inicialmente, quando o sistema encontra-se em equilíbrio (saldo em conta corrente igual à zero), temos que a quantidade de notas e moeda em circulação é igual à 600, a relação entre os depósitos realizados nos bancos comerciais e a reserva mantida por eles é de 50:1 e a relação entre os depósitos realizados pelo público e a quantidade de moeda em poder do público é 10:1. Para simplificar considera-se o patrimônio líquido igual à 0.

Nesta estágio, os balanços apresentam-se da seguinte forma:

<i>Currency Board</i>	
Ativo	Passivo
Reserva em moeda-lastro = 600	Notas e moedas = 600 Patrimônio líquido = 0

Bancos Comerciais	
Ativo	Passivo
Notas e moedas domésticas = 100 (reservas)	Depósitos = 5000
Empréstimos e investimentos = 4900	Patrimônio líquido = 0

Público	
Ativo	Passivo
Depósitos em bancos comerciais = 5000	Empréstimos bancários = 4900
Notas e moedas domésticas = 500	Patrimônio Líquido = 600



A oferta monetária, neste estágio, é igual à 5500.

Suponha que o déficit em conta corrente seja igual à 12 e que o pagamento deva ser feito em moeda-reserva. Esta é obtida através da conversão dos depósitos em bancos comerciais na moeda doméstica e posterior conversão na moeda-reserva. Neste estágio, o ativo e o passivo do *currency board*, as reservas dos bancos comerciais e os depósitos do público em bancos comerciais tornam-se menores em 12, como pode ser observado através dos balanços:

*Currency Board*

Ativo	Passivo
Reserva em moeda-lastro = 588	Notas e moedas = 588
	Patrimônio líquido = 0

Bancos Comerciais

Ativo	Passivo
Notas e moedas domésticas = 88 (reservas)	Depósitos = 4988
Empréstimos e investimentos = 4900	Patrimônio líquido = 0

Público

Ativo	Passivo
Depósitos em bancos comerciais = 4988	Empréstimos bancários = 4900
Notas e moedas domésticas = 500	Patrimônio Líquido = 588

Observa-se que a oferta monetária também apresenta uma redução igual à 12. Nota-se que neste estágio o sistema monetário encontra-se em desequilíbrio, uma vez que a relação entre os depósitos realizados nos bancos comerciais e a reserva mantida por eles é de 56,68:1 (= 4988:88) e a relação entre os depósitos

realizados pelo público e a quantidade de moeda em poder do público é de 9,976:1 (= 4988:500). O sistema encontrar-se-ia em equilíbrio caso estes valores fossem , respectivamente, 50:1 e 10:1.

O fato destas duas variáveis encontrarem-se em desequilíbrio faz com que o sistema monetário se ajuste, retornando ao equilíbrio, como mostrado abaixo:

#### Currency Board

Ativo	Passivo
Reserva em moeda-lastro = 588	Notas e moedas = 588 Patrimônio líquido = 0

#### Bancos Comerciais

Ativo	Passivo
Notas e moedas domésticas = 98 (reservas)	Depósitos = 4900
Empréstimos e investimentos = 4802	Patrimônio líquido = 0

#### Público

Ativo	Passivo
Depósitos em bancos comerciais = 4900	Empréstimos bancários = 4802
Notas e moeda doméstica = 490	Patrimônio Líquido = 588

Nota- se que há um decréscimo igual à 110 na oferta monetária.

Pode-se concluir através do exposto acima que toda a oferta monetária em um *currency board* é determinada pelas forças de mercado.

O mecanismo apresentado, em função da simplificação, não evidencia a elasticidade da oferta monetária frente a uma mudança na demanda. Esta

---

elasticidade advém da possibilidade de variação na relação entre os depósitos realizados nos bancos comerciais e a reserva mantida por eles e na relação entre os depósitos realizados pelo público e a quantidade de moeda em poder do público, da possibilidade de haver empréstimos interbancários e transferência de reservas das matrizes para as filiais do país que adota o *currency board*.

O processo apresentado na página 6 despreza, também para simplificar, o saldo de capitais do balanço de pagamentos. A movimentação de capitais não altera o processo, apenas pode minorá-lo ou amplificá-lo, dependendo de sua correlação com o saldo em transações correntes. Pode-se concluir, portanto, que a oferta monetária é determinada pelo resultado do balanço de pagamentos e não apenas pelo resultado em conta corrente, como assumido no modelo. A fórmula apresentada por Humpage e McIntire mostra a citada relação entre a oferta monetária e o resultado do balanço de pagamentos:

(1)

$$m = \left[ \frac{1+c}{r+c} \right] (Nb + Np)$$

Onde:  $m$  = oferta de moeda

$c$  = average ratio of notes to deposits held by individuals

$r$  = average reserves-to-deposit ratio

$Nb$  = notas e moedas domésticas mantidas pelos bancos comerciais

$Np$  = notas e moedas domésticas em poder do público

Dado que todas as notas e moedas emitidas pelo *currency board* são lastreadas, temos que:

(2)

$$Nb + Np = R$$

Onde:  $R$  = reservas em moeda-lastro

Substituindo-se (2) em (1), temos:

(3)

$$M = \left[ \frac{1+c}{r+c} \right] (R)$$

---

A equação acima mostra que a oferta monetária ( $M$ ) em um *currency board* depende diretamente das reservas denominadas em moeda-lastro. De acordo com a identidade do balanço de pagamentos, as reservas são determinadas pelo saldo do balanço de pagamentos:

(4)

$$C+K=BP$$

Onde:  $C$  = saldo do balanço de transações correntes

$K$  = saldo do balanço de capitais autônomos

$BP$  = saldo do balanço de pagamentos

Sendo  $BP=\Delta R$  (5), temos que :

(6)

$$C + K = \Delta R$$

Onde :  $\Delta R$  = variação das reservas em moeda-lastro

Pode-se concluir, portanto, que a oferta monetária é determinada pelo resultado do Balanço de Pagamentos. A fórmula mostra ainda que um déficit em conta corrente pode estar associado a uma expansão na oferta monetária, desde que haja superávit na conta de capitais autônomos suficiente para permitir um superávit no saldo do balanço de pagamentos.

Por fim, é possível determinar o estoque de moeda em um país que adota o *currency board*, em um instante  $t$  qualquer. Esse estoque é um múltiplo da base monetária, a qual reflete a dimensão das reservas em moeda-lastro mantida pelo *currency board*. As reservas são iguais à toda acumulação de déficits e superávits do balanço de pagamentos, como observado através da fórmula abaixo:

$$M = \left[ \frac{1+c}{r+c} \right] \sum_{t=-\infty}^t (C_t + K_t)$$


---

### *O Mecanismo de Ajuste Automático*

O mecanismo de expansão/contração da oferta monetária pode também ser visto como um mecanismo de ajuste automático da economia frente à choques externos. Desta forma, como pode ser observado pelo próprio diagrama simplificado de contração da oferta monetária (página 6), a reação da economia frente à um déficit em conta corrente se dá através da recessão. O oposto é verdadeiro quando há um superávit em conta corrente. A inclusão da conta de capitais poderia minorar ou amplificar o mecanismo de ajuste, dependendo da correlação com o saldo em transações correntes, mas não modificá-lo.

O problema do mecanismo automático de ajuste é quão grande teria de ser a recessão para se alcançar o equilíbrio novamente. Convém ressaltar a rigidez dos preços e salários para baixo, fator este que implicaria numa recessão ainda maior para que a rigidez fosse quebrada.

O mecanismo funcionaria também frente à uma saída de capitais do país não compensada por um aumento no saldo de transações correntes do balanço de pagamentos. Neste caso, a contração da base monetária gerada pela saída da moeda-reserva levaria à elevação das taxas de juros, fator que estimularia a volta desses capitais dado que obteriam um rendimento maior.



---

#### IV. Restrição Orçamentária do Setor Público

Para avaliar a forma de financiamento do setor público num *currency board*, a seguinte fórmula será utilizada:

(1)

$$G - T + JI + JE = \Delta DE + \Delta DI + \Delta B$$

Onde: G = gastos não-financeiros

T = receitas não financeiras

JI = despesa com juros da dívida pública interna líquida

JE = despesa com juros da dívida pública externa líquida

$\Delta DE$  = variação da dívida pública externa líquida

$\Delta DI$  = variação da dívida pública interna líquida

$\Delta B$  = variação da base monetária

Convém ressaltar que a análise abaixo supõe que não há reservas excedentes em relação à base monetária.

A variação da dívida externa desdobra-se da seguinte forma:

(2)

$$\Delta DE = \Delta DEB - \Delta R$$

Onde:  $\Delta DEB$  = dívida externa bruta do setor público

$\Delta R$  = variação das reservas em moeda-lastro

Dado que num *currency board* a emissão de moeda doméstica tem que ser totalmente lastreada em reservas internacionais, temos:

(3)

$$\Delta B = \Delta R$$

Substituindo (3) em (2), temos:

(4)

$$\Delta DE = \Delta DEB - \Delta B$$



---

Substituindo (4) em (1), temos:

(6)

$$G - T + JI + JE = \Delta DEB - \Delta B + \Delta DI + \Delta B$$

$$G - T + JI + JE = \Delta DEB + \Delta DI$$

Pode-se concluir do exposto acima que, sob um *currency board*, um déficit público não pode ser financiado via emissão de moeda doméstica. Em outras palavras, o *currency board* impede a geração de inflação por interesses políticos de financiamento de um déficit público.

O financiamento de um déficit público passa a depender da existência de fontes externas e internas que permitam o endividamento. Dado que o crescimento da dívida e do seu serviço costuma gerar contração dessas fontes e que na inexistência destas em volume suficiente o financiamento não se daria através do *currency board*, pode-se afirmar que o último limita o crescimento do déficit público.

dm

---

## V. Vantagens e Desvantagens

O *currency board* encontra críticos e defensores quanto à sua viabilidade, uma vez que o sistema apresenta vantagens e desvantagens para o país que o adota.

A principal virtude de um *currency board* é a credibilidade que gera ao sistema monetário. Isto decorre da garantia legal de conversibilidade à uma taxa fixa e da impossibilidade de haver emissão monetária sem lastro, fatores que disciplinam os gastos públicos, isolam a oferta monetária dos interesses políticos do governo de financiamento de um déficit público e impedem que as taxas de inflação e de juros se distanciem das taxas do país da moeda-lastro.

A legalidade dos requisitos do *currency board* é fator crucial para a citada credibilidade do sistema, dado que tornaria mudanças no arranjo monetário mais difíceis e representaria um comprometimento maior do país com a manutenção das regras do sistema.

Os defensores desse sistema alegam que a estabilidade econômica e a credibilidade gerada tornam o ambiente propício ao investimento interno e externo e ao crescimento e desenvolvimento econômico. Soma-se ainda o fato da taxa de câmbio fixa fornecer maior previsibilidade aos agentes econômicos que transacionam com o exterior, fortalecendo o comércio internacional e a realização de investimentos por parte desse setor.

Há, entretanto que se considerar a face reversa da citada credibilidade.

O *currency board* implica no abandono da política monetária para fins contracíclicos. Desta forma, não pode haver emissão monetária para corrigir uma situação de recessão ou desemprego. Além disso, o *currency board* fica impossibilitado de atuar como prestador de última instância, tornando a economia mais vulnerável a crises financeiras.

Isto gera implicações para os bancos comerciais, que devem manter reservas em nível elevado e suficiente para fazer frente à liquidação dos depósitos realizada por seus clientes. Essa observação é contrabalançada pela abertura do sistema financeiro, uma vez que os bancos internacionais não permitiriam a falência de suas filiais, o que extingue a necessidade de manutenção de reservas elevadas e gera maior estabilidade ao sistema financeiro.

---

Entretanto, as economias são compostas por bancos nacionais e internacionais. Os últimos, por contarem com as matrizes, não são diretamente afetados pelo fato do *currency board* não poder atuar como emprestador de última instância. Já os bancos nacionais se vêem mais prejudicados, pois dependem em última instância do socorro do *currency board*. Convém ressaltar que caso haja um excedente de reservas em relação à base monetária, mantido para prevenir o sistema de uma possível perda de valor dos ativos financeiros que compõem a reserva, o *currency board* poderia atuar como emprestador de última instância até o limite imposto pelo excedente. Esse excedente poderia também significar liberdade para a realização de política monetária.

No que tange à queda e estabilidade das taxas de inflação, o *currency board* enfrenta problemas de sobrevalorização cambial quando adotado em ambientes inflacionários. A inflação doméstica converge para o nível da taxa do país da moeda-reserva, porém lentamente em função dos bens não-comercializáveis, o que gera valorização da taxa de câmbio real. A valorização cambial tende a gerar um aumento na demanda por bens importados, perda de competitividade dos bens domésticos e déficits na conta corrente do balanço de pagamentos.

Com relação ao mecanismo de ajuste da economia, sabe-se que este funcionaria também frente à uma saída de capitais do país não compensada por um aumento no saldo de transações correntes do balanço de pagamentos. Neste caso, a contração da base monetária gerada pela saída da moeda-reserva levaria à elevação das taxas de juros, fator que estimularia a volta desses capitais dado que obteriam um rendimento maior. Atualmente, frente a grande volatilidade de capitais, este mecanismo torna-se um grande problema, pois a economia ficaria sujeita a ciclos extremos de booms e recessões econômicas.

Por fim, o fato da economia que adota o *currency board* estar subordinada às flutuações da moeda-reserva pode ter impactos negativos para a economia doméstica quando o país do *currency board* e da moeda-reserva estiverem passando por ciclos econômicos diferentes e quando a taxa de câmbio entre a moeda-reserva e as demais moedas mudam. Assim, uma desvalorização da moeda-reserva em relação às moedas de parceiros comerciais do país que adota

---

o *currency board* pode gerar pressões inflacionárias na economia doméstica, dado que o câmbio nominal fixo entre a moeda doméstica e a moeda-reserva geraria desvalorização da moeda doméstica em relação à moeda de seus parceiros comerciais.

Em função das desvantagens expostas, as taxas de juros do país que adota o *currency board* podem se distanciar das do país da moeda-reserva, pois passariam a contar com um prêmio de risco maior.

K

---

## VI. Argentina

Desde a metade da década de 70, a Argentina vinha apresentando taxas de inflação elevadas, que apesar de sofrerem redução em determinados períodos, mantinham-se em níveis mais altos que os desejados pelo governo argentino. Políticas fiscal e monetária contracionistas foram utilizadas para combater a inflação, mas mostraram-se incapazes de reduzi-la aos níveis internacionais e de, ao mesmo tempo, contribuir para o crescimento e desenvolvimento econômico.

O período anterior a Lei de Conversibilidade, que estabeleceu o *currency board* argentino, foi marcado por duas hiperinflações: de fevereiro a junho de 1989 e de dezembro deste ano a março de 1990. A falta de confiança na moeda argentina fez com que o grau de monetização da economia caísse a níveis mínimos, passando o dólar a desempenhar as três funções clássicas da moeda: unidade de conta, meio de troca e reserva de valor. Contidas as crises, o uso do austral se recuperava, mas não nos níveis anteriores.

As políticas econômicas adotadas para combater as duas hiperinflações conseguiram apenas reduzir a taxa de variação da inflação, mas não eliminar as expectativas inflacionárias, que acabavam por fortalecer a dolarização da economia pelo fato desta se constituir na melhor defesa para os agentes econômicos.

Nesse contexto, em março de 1991 foi adotado o Plano de Conversibilidade. O plano de estabilização argentino teve como principais medidas: a determinação de que dez mil austrais equivaleriam à um dólar e, posteriormente, a criação do peso, com taxa de câmbio de um para um com o dólar; a conversibilidade irrestrita do peso à essa taxa com o dólar e conseqüentemente a manutenção de 100% do estoque emitido e as futuras emissões de sua moeda lastreados em reservas internacionais; a desindexação da economia; a remoção das restrições à mobilidade de capitais e ao investimento estrangeiro; o processo de privatização e a abertura comercial externa.

Estabelecia-se assim, o *currency board* argentino.

É importante ressaltar que o profundo processo de dolarização enfrentado pela Argentina gerou o alinhamento dos preços relativos no período que antecedeu o

---

plano. Desta maneira, a substituição do austral pelo peso ocorreu num momento favorável, ou seja, num contexto pouco sujeito a pressões inflacionárias advindas de setores que tivessem tido seus preços defasados.

### **VII. O *Currency Board* Argentino**

O modelo de *currency board* argentino adotado em 1991 apresenta algumas peculiaridades que o diferenciam do modelo ortodoxo apresentado nas seções anteriores. A principal delas é o fato de haver um banco central que, ao contrário do que seria aceito pela teoria ortodoxa, não atua paralelamente nem emite uma segunda moeda que circularia conjuntamente à emitida pelo *currency board*.

O bimonetarismo é outro fator diferenciador, uma vez que implica na coexistência do peso e do dólar (com curso legal no país) realizando as mesmas funções na economia.

Outra característica diferenciadora é o fato de que 33 1/3% das reservas que lastreiam a base monetária podem estar denominadas em títulos públicos denominados em dólares, ou seja, apenas 66 2/3% da reserva teriam de ser ativos líquidos externos, e não 100%, como no modelo ortodoxo. O total de títulos públicos (33 1/3%) não pode apresentar um crescimento superior a 10% de um ano para outro. Entretanto, o banco central argentino pode determinar um período não superior a noventa dias em que em que essa porcentagem poderia ser maior que 10%, respeitando-se apenas o limite de 33 1/3% das reservas. Isto significa que o banco central pode financiar o governo argentino até esse limite permitido, comprometendo uma das principais virtudes do *currency board*: a disciplina dos gastos públicos. Entretanto, os títulos do governo argentino têm se mantido abaixo do limite imposto desde a introdução do *currency board* (tabela 1).

O *currency board* argentino pode realizar política monetária, ainda que de maneira muito limitada se comparado a um banco central. Três são os instrumentos que conferem tal flexibilidade ao sistema. O primeiro é a não fixação da taxa de reservas bancárias, que são determinadas pelo Banco Central e influenciam, desta maneira, os meios de pagamento na economia.



---

Em segundo lugar, a economia argentina conta com um sistema, adotado formalmente em 1996, que tem por objetivo evitar crises de liquidez através da venda de ativos domésticos por dólares a bancos, sujeitos a uma cláusula de recompra. É uma maneira de amenizar a limitação imposta pelo *currency board* de não poder atuar como emprestador de última instância, sem gerar pressões inflacionárias. Entretanto, o fato do Banco Central poder emprestar para bancos comerciais o permite influenciar as taxas de juros de curto prazo.

Por último, as reservas do Banco Central têm um mínimo que precisa ser respeitado, mas não um máximo, habilitando o Banco Central a atuar no mercado de divisas caso haja um excedente sobre o mínimo exigido. Conseqüentemente, o Banco Central pode influenciar as taxas de juros de curto prazo.

Essas características fazem com que as vantagens e desvantagens abordadas na seção anterior não sejam plenamente observadas na Argentina.

### **VIII. O Bimonetarismo**

Uma das principais características do modelo argentino que o diferencia do modelo ortodoxo é o bimonetarismo, ou seja, a coexistência de duas moedas (o peso e o dólar) com curso legal no país, realizando as mesmas funções.

Em trabalho realizado por Domingo Cavallo, o bimonetarismo é visto como uma virtude, uma vez que torna esse modelo contemporâneo mais sustentável e vantajoso que o *currency board* ortodoxo. Isto decorre do fato de que frente a uma crise especulativa contra o peso, o crédito não se contrai, uma vez que os depósitos em peso diminuem mas aumentam os depósitos em dólares, as taxas de juros se ajustam (elevação das taxas para empréstimos em pesos e diminuição em dólares), mantendo o nível de crédito oferecido. Desta maneira, o efeito recessivo de uma crise especulativa seria amenizado pois o estímulo à atividade econômica advindo da oferta de crédito não se reduziria.

Entretanto, esta vantagem se anularia caso estivesse associado à desconfiança nas instituições financeiras argentinas. Neste caso, o capital, ao invés de passar para depósitos em dólares, abandona o país.

---

Em 1992 e em 1995 esse sistema foi testado. Em 92, pela primeira vez desde a adoção do *currency board*, o Banco Central converteu uma grande quantidade de pesos em dólares. Rumores a respeito de uma possível desvalorização do peso alimentaram o ataque especulativo. Neste caso, houve uma redução do crédito em pesos e uma elevação das taxas de juros para empréstimos nessa moeda, mas em contrapartida um aumento dos depósitos em dólares e a redução da respectiva taxa de juros, não afetando o montante de crédito oferecido na economia. Frente a isso, o governo tomou algumas medidas com o intuito de reforçar o bimonetarismo e em pouco tempo o país recuperou a credibilidade e a composição inicial dos agregados monetários.

Já em 1995, como resultado da crise mexicana, os dólares não reingressaram na economia na forma de depósitos em dólares, mas saíram do país, gerando uma profunda crise econômica. A recuperação foi possível principalmente graças a um pacote financeiro composto por recursos do FMI, Banco Mundial e BID e à valorização cambial causada pelo Plano Real, que gerou uma desvalorização da taxa de câmbio real do peso, permitindo a expansão das exportações argentinas, que contaram ainda com a expansão da demanda agregada brasileira (2).

A recuperação econômica implicou em forte recessão, mas o crédito doméstico como porcentagem do PIB não se reduziu (tabela 2).

O bimonetarismo constitui-se, portanto, num componente importante mas não suficiente para garantir a estabilidade do *currency board*.

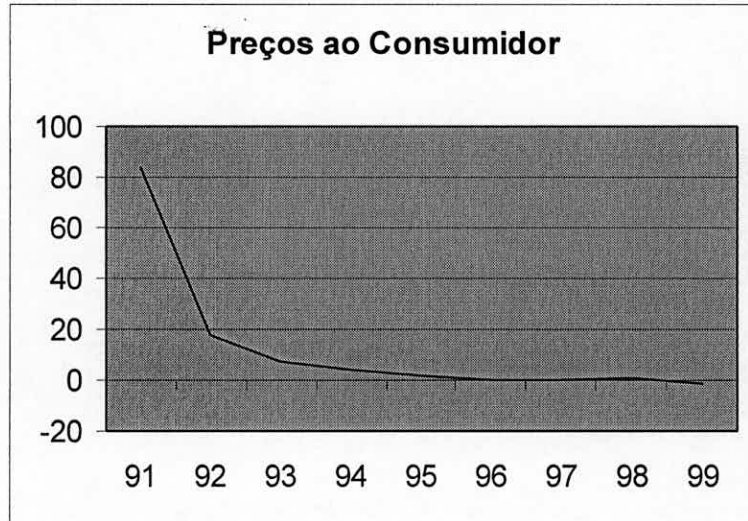
## **IX. Resultados**

O *currency board* argentino foi estabelecido tendo como um de seus objetivos o combate à inflação, que naquele momento encontrava-se muito elevada segundo padrões internacionais.

A taxa de câmbio fixa, característica do *currency board*, é utilizada com âncora para a inflação, permitindo a constância dos preços dos bens comercializáveis, uma vez que as oportunidades de lucro no mercado doméstico fariam com que os preços se ajustassem aos preços internacionais caso houvesse diferença de preço entre os bens comercializáveis. Neste contexto, quanto maior a abertura da

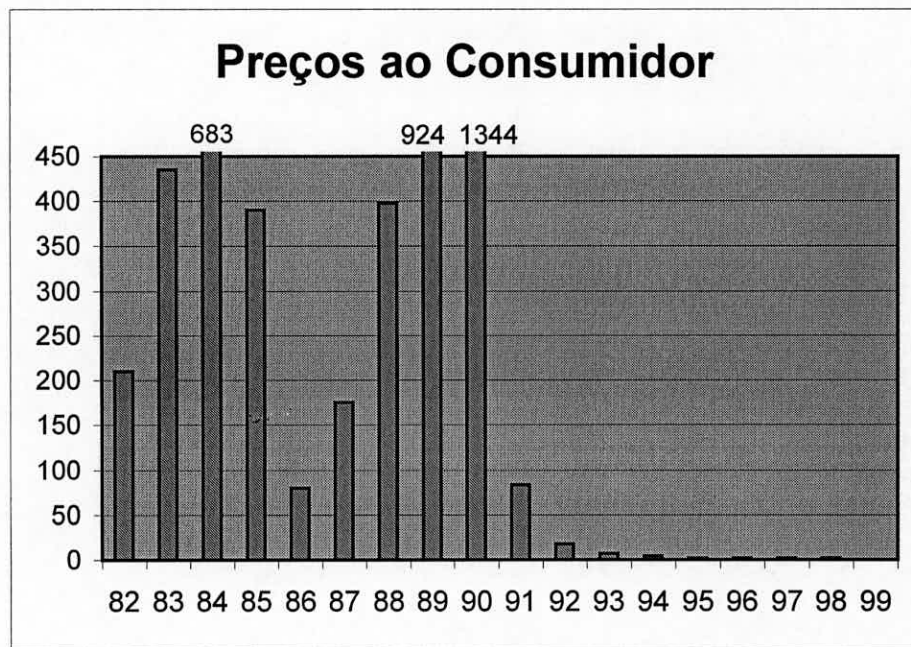
economia, maior será a pressão sobre os preços, dada a maior concorrência sobre os bens comercializáveis.

A queda da inflação argentina decorrente da introdução desse sistema pode ser observada no gráfico abaixo:



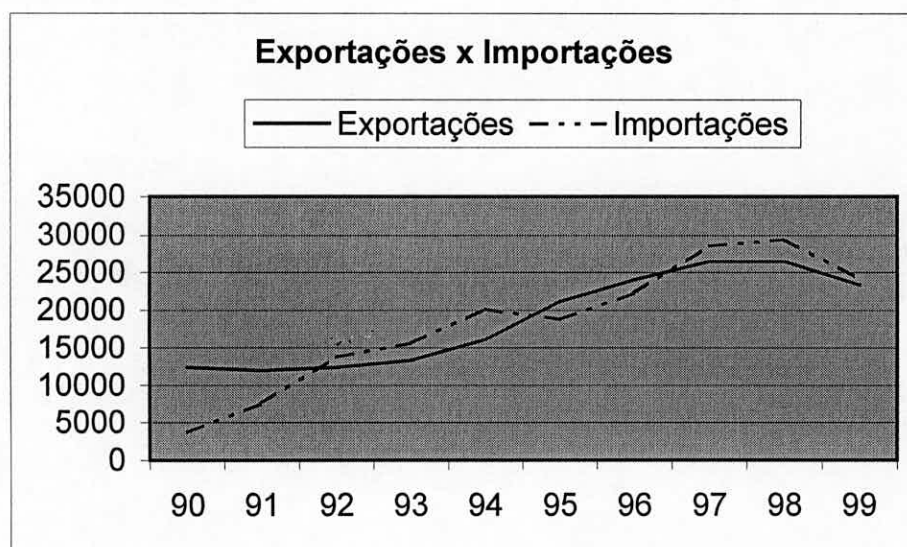
Fonte: Cepal

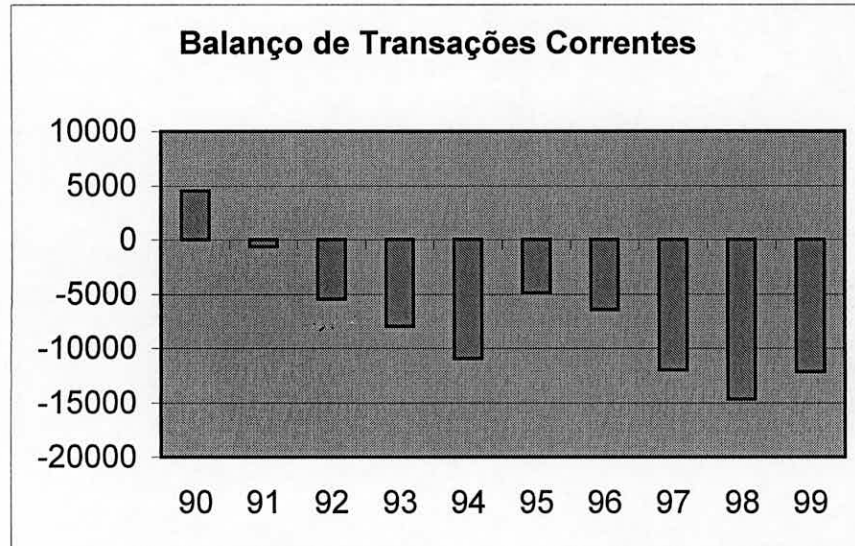
Ao compararmos as taxas de inflação da década de 90 com as de 80, verifica-se a maior efetividade do *currency board* no combate à inflação se comparado às políticas anteriormente adotadas:



As taxas de inflação argentina encontram-se entre as mais baixas dentre os países da América Latina (tabela 3), constituindo-se no principal trunfo do modelo argentino. Entretanto, há que se considerar que o processo de queda das taxas de inflação não é uniforme, dado o diferencial na velocidade de queda da inflação dos bens comercializáveis e dos não - comercializáveis. Os últimos não sofrem concorrência internacional, apresentando desta maneira uma queda mais lenta. Em função disso, a inflação argentina se igualou a norte americana apenas em maio de 1994 (3).

A lenta convergência das taxas de inflação leva à valorização da taxa de câmbio real (Tabela 4). A valorização da taxa de câmbio associada à abertura comercial externa tende a gerar perda de competitividade internacional, crescimento das importações e aumento dos déficits da balança comercial e no saldo de transações correntes, como pode ser observado nos gráficos abaixo:





É importante ressaltar a velocidade com que os saldos da balança comercial e de transações correntes se reverteram. Em 1990, a situação do balanço de pagamentos era confortável, enquanto que em 1991 já começava a apresentar déficit.

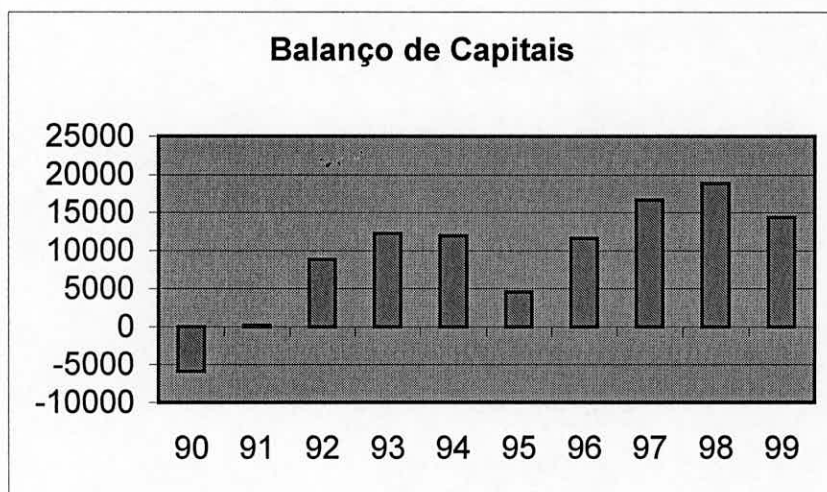
A flutuação de outras moedas com relação ao dólar também afetam o saldo de transações correntes, como ocorrido em 1999, após a desvalorização do real com relação ao dólar. Essa desvalorização gerou valorização do peso argentino, dada a taxa de câmbio fixa com o dólar, que levou à redução das exportações argentinas. O déficit em conta corrente acabou diminuindo porque a recessão enfrentada pelo país gerou uma queda das importações.

A disponibilidade de capitais externos para financiar o desequilíbrio gerado pela valorização cambial e pela abertura da economia é a condição que torna o modelo sustentável. Caso contrário, seria necessário haver uma desvalorização cambial que contribuiria para a reversão do saldo em transações correntes, mas que, por outro lado, colocaria em risco o resultado alcançado com a inflação e significaria o abandono do sistema de *currency board*. Em outras palavras, o modelo baseia-se na confiança na estabilidade dos mercados financeiros internacionais. É importante ressaltar que grande parte desse financiamento é feito com capitais especulativos, uma vez que a atração de capitais de maior estabilidade e em melhores condições de prazo e custo depende da credibilidade do país. O



crescimento do déficit em conta corrente e a sobrevalorização cambial comprometem a recuperação da credibilidade internacional, reforçando a dependência do país de capitais especulativos. A volatilidade é uma característica predominante nesses capitais, o que acaba gerando grande vulnerabilidade para o país diante de choques externos negativos. A volatilidade se fez sentir, por exemplo, em 1995, ano em que o saldo da conta de capitais foi menor por causa da grande saída de capitais decorrente da crise mexicana.

O crescimento da conta de capital pode ser visualizada no gráfico abaixo:



O elevado saldo da conta de capital acaba contribuindo para a deterioração do saldo de transações correntes pois gera obrigações futuras com o exterior. Desta maneira, o desequilíbrio externo se mantém, tornando o país cada vez mais dependente de capitais externos para que o modelo econômico seja sustentável. Como reflexo desse desequilíbrio e do seu impacto para a economia, a Argentina muitas vezes necessita tomar empréstimos de organismos internacionais. Em 1995, por exemplo, ano da crise mexicana, o país precisou de uma ajuda financeira considerável que contribuiu para a recuperação da economia Argentina frente à recessão.

O destino do financiamento externo é relevante para avaliar sua contribuição para o crescimento e desenvolvimento econômico. No caso da Argentina, o aumento do investimento foi muito menor que o de ingressos de capitais, o que evidencia o



financiamento do aumento do consumo (tabela 5). O problema é que o déficit em conta corrente gera um aumento no passivo externo e o consumo não gera receita para realizar, posteriormente, o pagamento.

É importante ressaltar que as privatizações de empresas estatais, quando implicam em desnacionalização e entrada de recursos estrangeiros, contribuem para o financiamento do saldo deficitário das transações correntes e este artifício vem sendo utilizado pelo governo argentino.

Entretanto, o número de privatizações que podem ser feitas é finito, sendo que o volume de recursos advindos das vendas já está se reduzindo como pode ser observado na tabela abaixo:

### VALOR DAS PRIVATIZAÇÕES

(em milhões de dólares correntes)

1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
2.139	1.896	5.312	4.589	1.441	1.340	1.033	969	598

Fonte :Cepal

As privatizações contribuem ainda para o equacionamento dos problemas financeiros do setor público. A redução, ou ainda, o esgotamento das privatizações impactará negativamente o déficit público, que se manteve na maior parte do período de funcionamento do *currency board* (tabela 6). A deterioração das contas públicas pode vir a se constituir num fator complicador (o *currency board* está impedido de financiar o governo via emissão monetária) mesmo no caso argentino, em que há a possibilidade de financiamento, uma vez que parte das reservas que lastreiam a base monetária pode estar denominada em títulos do governo argentino, como já exposto.

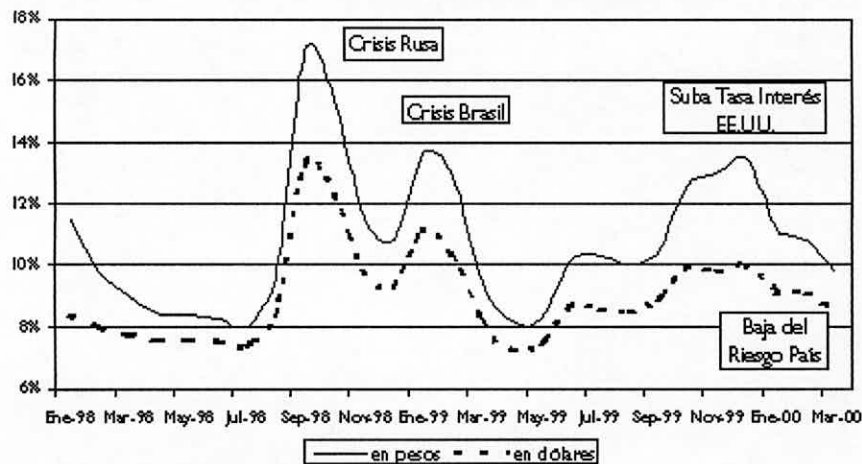
Em função do exposto acima e do fato do *currency board* argentino se distanciar do modelo ortodoxo, as taxas de juros argentinas se distanciam das norte-americanas. A elevação das taxas de juros norte americanas faz com que as taxas de juros argentinas também se elevem por causa do atrelamento de uma economia a outra gerada pelo *currency board*, mas também porque a atração de

capital externo está asociada ao diferencial entre essas duas taxas. Desta maneira, se esse diferencial se reduzisse poderia gerar uma saída de capitais, comprometendo o financiamento do déficit em conta corrente.

O diferencial entre as taxas de juros argentina e norte americana se torna maior quando da ocorrência de crises financeiras e saída de capitais, dada a redução da base monetária e elevação do risco país. As taxas de juros domésticas e o spread entre os bonos argentinos e norte americanos se elevam, como pode ser observado nos gráficos abaixo:

### EVOLUCION TASA DE INTERES DOMESTICA

-tasas activas promedio a 30 días, para empresas de primera línea-



Fuente: CEI en base a Ministerio de Economía y BCRA

### EVOLUCION PRIMA DE RIESGO PAIS DE ARGENTINA

-spread del Bono FRB en relación con títulos de largo plazo del Tesoro de EE.UU.-



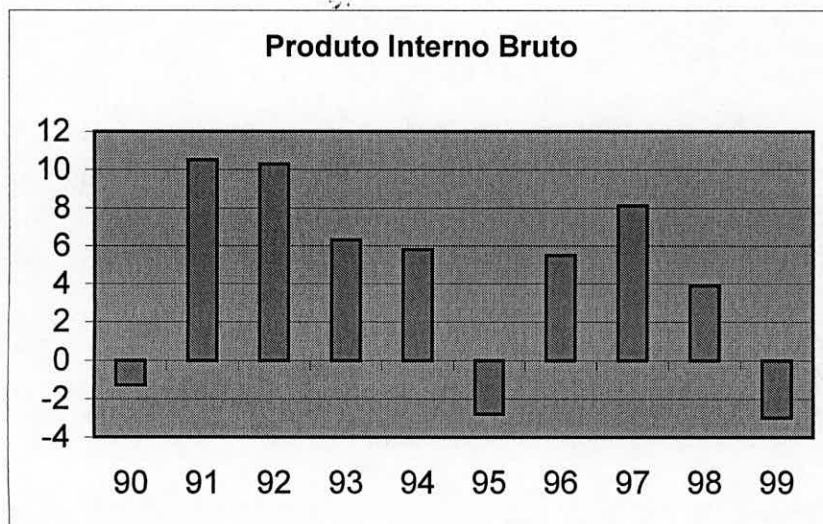
Fuente: CEI en base a Ministerio de Economía

---

A elevação das taxas de juros faz com que os capitais retornem ao país, uma vez que um rendimento maior seria oferecido e estaria, desta maneira, compensando o maior risco percebido. No primeiro trimestre de 1999, como resultado da desvalorização brasileira, o diferencial entre o rendimento dos bonos argentinos e os norte-americanos era o maior entre os países da América Latina (Tabela 7). O problema decorrente do diferencial das taxas de juros é que pode haver discrepância entre a taxa de juros necessária para impulsionar o crescimento econômico e aquela necessária para atrair capital externo para financiar o déficit em conta corrente do balanço de pagamentos. Além disso, no caso de uma saída de capitais do país, ou seja, de uma diminuição dos depósitos nos bancos, a elevação das taxas de juros resultante pode acentuar a crise e agravar a corrida bancária. Após a crise mexicana, houve grande saída de depósitos e alguns bancos foram à falência, ampliando a participação dos bancos estrangeiros na economia Argentina (4). Convém ressaltar ainda que as taxas de juros têm impacto nas finanças públicas, agravando-as quando se elevam. Este é um fator complicador, como já citado acima, dada a limitada capacidade do *currency board* argentino de financiar um déficit público.

As taxas de juros internas em pesos e em dólares também apresentam um diferencial, evidenciando o risco associado à moeda doméstica, o peso (tabela 8). Como já citado, desde a introdução do *currency board*, a economia argentina enfrentou sérias crises internacionais. A primeira delas foi a crise mexicana, em 1995. Seguiu-se o período de 1997 à 1999, também marcado por uma profunda instabilidade internacional, que teve início com o colapso de algumas economias asiáticas, no segundo semestre de 97. Em 98, houve a desvalorização da moeda russa e a declaração de default por parte desse país. Em 1999, houve a desvalorização do real, moeda do principal parceiro econômico da Argentina, o Brasil (tabela 9).

O PIB argentino cresceu na maior parte do período, mas como consequência dessas crises, sofreu profundas quedas, como pode ser observado no gráfico abaixo:



O desemprego é uma das variáveis mais afetadas pelas crises econômicas e constitui-se num dos maiores problemas da economia Argentina (tabela 10). Se comparado com os países da América Latina, a Argentina apresentou em 1999, taxas menores apenas que as apresentadas pela Venezuela e Colômbia (Gráfico 1).

A pobreza cresceu após a adoção do *currency board* (Tabela 11), indicando que o lado social se deteriorou.

## X. Conclusão

A Argentina, desde a adoção do *currency board*, vem apresentando reduzidas taxas de inflação, resultado que se constitui no grande trunfo do plano de estabilização adotado em 1991, tendo-se em vista as altas taxas e as hiperinflações enfrentadas nas décadas de 70 e 80.

Por outro lado, a queda das taxas de inflação está associada a um profundo desequilíbrio externo. Este resulta da valorização da taxa de câmbio real e da abertura comercial externa, fatores que têm contribuído para a perda de competitividade internacional, para o crescimento das importações e aumento dos déficits da balança comercial e no saldo de transações correntes. A contrapartida do crescimento do déficit em conta corrente foi o aumento do financiamento

---

externo, que tornou a economia mais vulnerável frente às crises internacionais, dada a volatilidade de parte dos capitais que o compõem.

As taxas de juros da Argentina se distanciam das taxas norte-americanas e se ampliam quando da ocorrência de crises internacionais, da elevação das taxas norte americanas e da saída de capitais, comprometendo o crescimento e desenvolvimento da economia Argentina.

Como resultado, o PIB tem sofrido profundas quedas quando da ocorrência de crises internacionais, a taxa de desemprego é elevada e a pobreza tem crescido. É importante ressaltar que a sensibilidade do país frente a crises externas amplia-se uma vez que as políticas monetária e cambial ficam impedidas de realizar os ajustes muitas vezes necessários.

A Argentina é um país vulnerável às crises internacionais não apenas em função do desequilíbrio externo que enfrenta, mas também porque o seu modelo de *currency board* não é ortodoxo. O fato do *currency board* argentino ser mais flexível gera menor credibilidade internacional, não eliminando o caráter emergente da economia. Neutraliza-se, desta maneira, uma das principais vantagens do *currency board*: a credibilidade gerada ao sistema monetário.

Convém ressaltar que mesmo se o *currency board* respeitasse o modelo ortodoxo, a credibilidade do sistema monetário poderia não ser plena, pois em momentos de crise, como a de 1995, os investidores prevêm que as regras do sistema serão abandonadas, dada a elevação do desemprego e a decorrente erosão do apoio político(*time inconsistency theory*).

Por outro lado, a maior flexibilidade do *currency board* argentino permite ao Banco Central, ainda que de maneira limitada, atuar como emprestador de última instância e influenciar as taxas de juros de curto prazo e os meios de pagamento, como já exposto. Essa flexibilidade é, portanto, um importante instrumento para fins contracíclicos.

Independentemente dessas características diferenciadoras do modelo argentino, o *currency board* deixou clara as suas desvantagens. A impossibilidade de modificar a taxa de câmbio impediu que a Argentina revertisse a situação de desequilíbrio externo que se estabeleceu desde a introdução do *currency board* em 1991. Esse



---

desequilíbrio teve como causa a valorização da taxa de câmbio, problema enfrentado pelo *currency board* quando adotado em ambientes inflacionários. A rigidez da política cambial impediu também que a economia argentina fosse ajustada em diversos momentos, como frente à desvalorização do real, em janeiro de 1999. A desvalorização do real evidencia outra limitação dos *currency boards* que é a flutuação de outras moedas com relação à moeda reserva, gerando valorização ou desvalorização da taxa de câmbio real da moeda doméstica. A impossibilidade de atuar como prestador de última instância levaram a Argentina a enfrentar uma séria crise financeira em 1995, que significou a falência de alguns bancos.

O mecanismo de ajuste da economia frente às crises externas, ou seja, a elevação das taxas de juros frente às saídas de capital, levou a Argentina à enfrentar períodos de profunda recessão, que como já citado, não podiam ser aliviados através da realização de políticas monetária e cambial.

Esses fatores já seriam suficientes para que as taxas de juros se distanciassem das norte americanas, dado o risco maior que seria percebido.

O *currency board* argentino significou para a economia Argentina reduzidas taxas de inflação, mas em contrapartida, um profundo desequilíbrio externo, que se traduziu em períodos de profunda recessão, altas taxas de desemprego e aumento da pobreza. A rigidez desse regime impede a reversão desse desequilíbrio, bem como suas desvantagens têm contribuído para a deterioração de outros aspectos da economia, como já discutido.

O *currency board* mostrou-se, portanto, um sistema que impactou negativamente o desenvolvimento econômico argentino.


Tendo-se em vista tal resultado, os países emergentes, que estudam a possibilidade de adotar um *currency board*, devem analisar cuidadosamente as desvantagens desse sistema, mas num caso prático, como o argentino.

fm



---

## NOTAS

- 1 - Uma análise mais detalhada do surgimento e desenvolvimento histórico do currency board pode ser encontrada em Schuler (1992)
  - 2 - BATISTA Jr., Paulo Nogueira, 1996, p. 157
  - 3 - A inflação argentina em 12 meses ficou abaixo de 4% a partir de maio de 1994 medida por um índice de preços ao consumidor (Comisión Económica para América Latina y el Caribe)
  - 4 - CANUTO, Otaviano, LIMA, Gilberto, Set, 1999, p. 27
- 

---

## BIBLIOGRAFIA

1. BALINÓ, Tomás, ENOCH, Charles. Currency board arrangements: Issues and Experiences. International Monetary Fund (Occasional Paper 151). Washington, D. C., 1997, 52 p.
2. BATISTA Jr., Paulo Nogueira. Dolarização, Âncora cambial e Reservas Internacionais. *REP*, v. 13, n. 3 (51), p. 5 – 20, Jul. – Set. 1993.
3. \_\_\_\_\_ O Plano Real à luz da experiência mexicana e Argentina. *Estudos Avançados* 10 (28), 1996
4. CANUTO, Otaviano, LIMA, Gilberto. Crises bancárias, redes de segurança financeira e currency boards em economias emergentes. *Texto para discussão. IE/Unicamp*. n .83, Set, 1999.
5. CAVALLO, Alberto F. *Bimonetarismo e cajas de conversión. La experiencia argentina de los 90*. Universidad de San Andrés. Endereço eletrônico: <http://www.udesa.edu.ar/cursos/smi/trabajos>
6. DAMILL, Mario. Convertibilidad, capitales volátiles y estabilización. El papel de las finanzas del gobierno. *REP*, v. 19, n.1 (73), p. 31 – 54, Jan. – Mar. 1999
7. ENOCH, Charles, GULDE, Anne Marie. Are currency boards a cure for all monetary problems? International Monetary Fund, *Finance & Development*, 1998, v. 35, n. 4. Endereço eletrônico : [www. Imf. Org](http://www.Imf.Org)
8. ENTRE dois caminhos. *Conjuntura Econômica*, Rio de Janeiro, v. 53, n. 3, p. 3 – 6, março 1999.

- 
9. GARCIA, Valeriano F. *Black december: banking instability, the mexican crisis and it's effect on Argentina*. Washington, D.C: World Bank, 1997. 40 p.
  10. HADBA, Fernando Antônio. Caixas de Conversão. *REP*, v. 14, n. 1 (53), Jan. – Mar. 1994.”
  11. HANKE, Steve, SCHULER, Kurt. *Currency boards for developing countries: a handbook*. San Francisco, Calif.: ICS Press, 1994. 120 p. 23 cm. (Sector Studies, 9). ISBN: 1558153098.
  12. \_\_\_\_\_ *A dollarization blueprint for Argentina*. Friedberg's commodity and currency comments experts report, Fev. 1999.
  13. HUMPAGE, Owen, MCINTIRE, Jean. An introduction to currency boards. *Economic Review* (Federal Reserve of Cleveland), v. 31, p. 2-11, 1995.
  14. SCHULER, Kurt. *Currency Boards*. George Mason University, 1992 . (Ph. D. dissertation).
  15. SICSÚ, João. O dólar na Argentina e a URV no Brasil: objetivos, funcionalidade e resultados obtidos. *REP*, vol. 18, n. 4 (72), p. 141 – 144, Out. – Dez. 1998
  16. TORRES, Danielle Alencar Parente. *A convergência da inflação nos planos de estabilização basedos no câmbio: um estudo de caso da Argentina e México* . São Paulo : FGV / Escola de Administração de Empresas de São Paulo, 1998. 91 p. (Dissertação, Mestrado, Economia).
  17. VISSER, Hans. *A guide to internacional monetary economics: exchange rates systems and exchange rate theories*. Aldershot: E. Elgar, 1995. 195 p.
  18. WILLIAMSON, John. *What role for currency boards?* Washington, D.C.: Institute for International Economics, Policy analysis in International Economic Series.

---

19. Zaragaza, Carlos E. *Argentina, México, and currency boards: Another case of rules versus discretion*. Economic Review – Federal Reserve of Dallas, 1995. 10 p.

h

TABELAS

Tabela 1

Ativos de Reserva Internacional

	Ouro (1)	Divisas e colo- cações de livre disponibilidade (1)	Convenios de pago neto (1)	Acordo inter- bancário com Brasil	Ativos de reservas internac. (2)	Tít. Públicos nacionais en moeda estrangeira	Total (3)	% Tít. Púb Nacion moeda estrang
	-1-	-2-	-3-	-4-	-5=1+2+3+4-	-6-	-7=5+6-	
12/91	1.430	5.946	24	486	7.886	1.089	8.975	12,1%
12/92	1.446	9.941	-5	-391	10.991	1.455	12.446	11,7%
12/93	1.672	13.794	-5	10	15.471	1.922	17.393	11,1%
12/94	1.651	14.321	60	0	16.032	1.890	17.922	10,5%
12/95	1.679	14.262	22	0	15.963	2.543	18.506	13,7%
12/96	1.610	18.105	30	0	19.745	1.793	21.538	8,3%
12/97	120	22.645	42	0	22.807	1.826	24.633	7,4%
03/98	125	21.819	33	0	21.977	1.880	23.857	7,9%
06/98	122	23.248	35	0	23.405	1.712	25.117	6,8%
09/98	123	24.427	18	0	24.568	1.489	26.057	5,7%
12/98	124	26.096	29	0	26.249	1.618	27.867	5,8%
03/99	120	25.068	12	0	25.200	1.630	26.830	6,1%
06/99	126	25.019	37	0	25.182	1.510	26.692	5,7%
09/99	124	23.168	27	0	23.319	1.521	24.840	6,1%
12/99	121	27.207	13	0	27.342	1.424	28.766	5,0%

(1) A valor de Mercado

(2) Compreende os ativos externos líquidos do Banco Central de la República Argentina

(3) Total de reservas internacionais conforme lei N. 23.928 de Conversibilidade

Tabela 2

Crédito Doméstico

(em % do PIB)

1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
21.1%	20.9%	20.4%	24.0%	25.8%	26.6%	26.9%	27.7%	31.0%	33.0%

Fonte: BID (Banco Interamericano de Desenvolvimento)

Tabela 3

## AMÉRICA LATINA E CARIBE: PREÇOS AO CONSUMIDOR

(Porcentagem de variação de dezembro a dezembro)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999 a
<b>América Latina e Caribe</b>	<b>199</b>	<b>414</b>	<b>877</b>	<b>333.1</b>	<b>25.8</b>	<b>18.2</b>	<b>10.4</b>	<b>10.3</b>	<b>8.6</b>
Argentina	84.0	17.6	7.4	3.9	1.6	0.1	0.3	0.7	-1.3
Barbados	8.1	3.4	- 1.0	0.5	3.4	1.8	3.6	1.4 b	...
Bolivia	14.5	10.5	9.3	8.5	12.6	7.9	6.7	4.4	1.5
Brasil	475.8	1149.1	2489.1	929.3	22.0	9.1	4.3	2.5	3.1
Chile	18.7	12.7	12.2	8.9	8.2	6.6	6.0	4.7	3.7
Colômbia	26.8	25.1	22.6	22.6	19.7	21.6	17.7	16.7	9.0
Costa Rica	25.3	17.0	9.0	19.9	22.6	13.9	11.2	12.4	10.6
Ecuador	49.0	60.2	31.0	25.4	22.8	25.6	30.6	43.4	52.9
El Salvador	9.8	20.0	12.1	8.9	11.4	7.4	1.9	4.2	-1.3
Guatemala	10.2	14.2	11.6	11.6	8.6	10.9	7.1	7.5	3.7 e
Haití	6.6	16.1	44.4	32.2	24.8	14.6	15.6	7.4	7.9 c
Honduras	21.4	6.5	13.0	28.9	26.8	25.3	12.7	15.7	10.6
Jamaica	80.2	40.2	30.1	26.9	25.5	15.8	9.2	7.9	7.5 c
México	18.9	11.9	8.0	7.1	52.1	27.7	15.7	18.6	17.4
Nicaragua	865.6	3.5	19.5	14.4	11.1	12.1	7.3	18.5	8.1
Panamá	1.6	1.6	1.0	1.3	0.8	2.3	- 0.5	1.4	1.1 c
Paraguai	11.8	17.8	20.3	18.3	10.5	8.2	6.2	14.6	4.5
Perú	139.2	56.7	39.5	15.4	10.2	11.8	6.5	6.0	2.9
República Dominicana	7.9	5.2	2.8	14.3	9.2	4.0	8.4	7.8	8.1 d
Trinidad y Tabago	2.3	8.5	13.4	5.5	3.8	4.3	3.5	6.5 b	...
Uruguai	81.3	59.0	52.9	44.1	35.4	24.3	15.2	8.7	6.0
Venezuela	31.0	31.9	45.9	70.8	56.6	103.2	37.6	29.9	23.5

Fonte: CEPAL, sobre base de informações proporcionadas por instituições nacionais oficiais. a Corresponde à variação de julho de 1998 à junho de 1999. b Corresponde à variação de dezembro de 1997 a novembro de 1998. c Corresponde à variação de fevereiro de 1998 a janeiro de 1999. d Corresponde à variação de maio de 1998 a abril 1999. e Corresponde à variação de junho de 1998 a maio de 1999.



Tabela 4

**Câmbio Real**

	Câmbio Real (índice IPC) (março 1991=100)	Câmbio Real (índice IPA) (março 1991=100)
1990	170,4	146,8
1991	90,1	104,8
1992	73,6	100,4
1993	68,4	100,5
1994	67,1	99,3
1995	66,7	93,7
1996	68,5	93,3
1997	69,8	93,5

Fonte: FMI, Estúdio 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 numeros) e INDEC.

Tabela 5

**Formação Bruta de Capital Fixo x Déficit em Conta Corrente**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Formação Bruta de Capital Fixo	21853,7	28381,2	37515,1	43198,2	49048,2	42682,7	46435,3	54581,5	58317,3
Varição (%)		29,87%	32,18%	15,15%	13,54%	-12,98%	8,79%	17,54%	6,84%
Déficit em conta corrente	4552	-647	-5488	-8003	-10949	-4938	-6468	-12036	-14698
Varição (%)		-114,21%	748,22%	45,83%	36,81%	-54,90%	30,98%	86,09%	22,12%

Fonte: Cepal

Tabela 6

**Setor Público não financeiro**

1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
-1.5	-0.5	0.6	1.2	-0.1	-0.5	-1.9	-1.5	-1.4	-2.3

Fonte: Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos, Secretaría de Hacienda

Tabela 7

**AMÉRICA LATINA: Diferencial de rendimentos entre os bonos emitidos e os do Departam. do Tesouro dos Estados Unidos h**

Región	1996	1997	1998	1998				1999	
				I trim.	II trim.	III trim.c	IV trim.	I trim.	Abril
				432	505	512	611	567	550
Argentina	383	298	441	415	379	356	669	681	585
Brasil e	358	327	541	464	571	532	779	604 f	675
Chile	86	96	235	-	235	-	-	353	191
Colombia	188	140	409	290	248	690	-	630	495
Costa Rica	-	-	...	-	...	-	-	-	409
Ecuador	-	470	-	-	-	-	-	-	-
México	393	263	329	313	362	320	455	440	415
Panamá	-	219	-	-	-	-	-	420	-
Uruguay	-	135	345	-	-	-	345	-	213
Venezuela	440	325	780	-	-	780	...	...	-

**Fonte:**

Até o terceiro trimestre de 1997: CEPAL, sobre base de cifras do Banco Mundial, Financial Flows and the Developing Countries; vários números. A partir do quarto trimestre de 1997: CEPAL, sobre base de fontes oficiais e privadas.

a Até o terceiro trimestre de 1997 inclui as emissões superiores a 150 milhões de dólares. b Inclui somente as emissões realizadas após o colapso da bolsa de Hong Kong (China) de 27 de outubro de 1997. As anteriores se incluem no terceiro trimestre. c A maioria das emissões foram colocadas em julho de 1998. d A partir do quarto trimestre de 1997 exclui a ampliação de bono globais com prazos de 30anos, condições obtidas antes que rompesse a crise asiática. e A partir do quarto trimestre de 1997 inclui euronotas y certificados de depósitos. f Emissões de títulos autorizados que não necessariamente correspondem às efetuadas no mercado. g Com opção de venda no sétimo ano. h Para prazos similares, 100 pontos equivalem a 1%.

Tabela 8

**Taxas de juros em pesos e em dólares**

	1999	1998	1997	1996	1995	1994
30-day prime lending peso rate	11.0	10.8	12.6	10.5	12.2	13.6
30-day prime lending dollar rate	9.2	9.3	8.6	8.8	10.8	9.8

Fonte: Standard & Poor's, dados calculados no fim do período

Tabela 9

**Distribuição Geográfica do Comércio****Exportações**

(Porcentagem do total)

	1994	1995	1996	1997	1998
Brasil	22.8%	26.1%	27.8%	30.7%	30.1%
EUA	10.9	8.6	8.2	8.3	8.3
Alemanha	3.9	3.1	2.4	1.9	2.1
Itália	4.1	3.5	3.0	2.8	2.8
Japão	2.8	2.2	2.2	2.1	2.5
China	1.4	1.4	2.6	3.3	2.6
Netherlands	7.5	5.7	5.1	3.4	4.2
Russia	0.3	0.4	0.6	1.0	0.6
Demais ALADI	20.9	19.7	19.3	18.7	19.0
Demais UE	9.1	9.0	10.7	7.1	8.3
Demais	16.2	20.3	17.5	21.0	19.6

**Importações**

(Porcentagem do total)

	1994	1995	1996	1997	1998
Brasil	19.9%	20.8%	22.4%	22.7%	22.5%
EUA	22.9	20.9	19.9	19.9	19.7
Alemanha	6.4	6.3	6.0	5.4	6.0
Itália	6.6	6.3	6.3	5.7	5.1
Japão	2.9	3.6	3.1	3.7	4.6
China	1.0	3.0	2.9	3.3	3.7
Netherlands	1.6	1.1	0.9	0.8	0.8
Russia	0.3	0.4	0.4	0.4	0.6
Demais ALADI	10.7	8.0	8.5	8.0	8.3
Demais UE	14.0	16.5	18.9	15.3	15.6
Demais	13.8	13.1	10.2	14.6	13.2

Fonte: INDEC (Instituto Nacional de Estadística y Censos)

Tabela 10  
Desemprego

1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
7.5	6.5	7.0	9.6	11.5	17.5	17.2	14.9	12.9	14,2

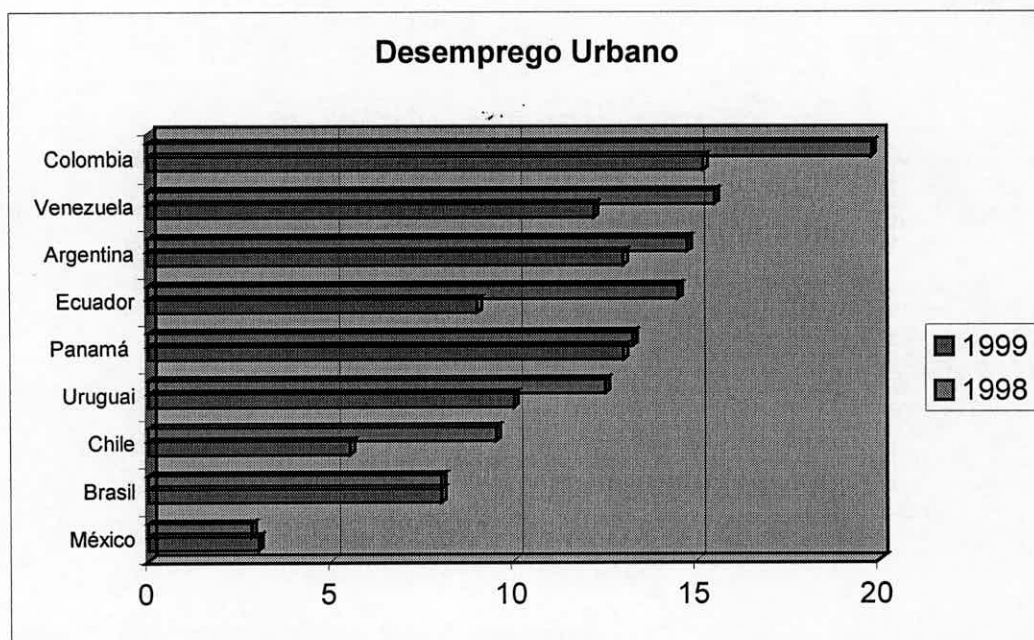
Fonte: BID (Banco Interamericano de Desenvolvimento)

Tabela 11  
Evolução da Pobreza  
(% da população)

1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
21,5%	17,8%	16,8%	19,0%	24,8%	27,9%	26,0%	25,9%

Fonte: Ministério da Economia da Argentina

Gráfico 1



(Porcentagem da população economicamente ativa, primeiro semestre de cada ano)

Fonte: Cepal, sobre base de dados oficiais