
RECORRÊNCIAS MACROECONÔMICAS ASSOCIADAS A ALGUMAS EXPERIÊNCIAS DE ESTABILIZAÇÃO MONETÁRIA NA AMÉRICA LATINA

Fernando Ribeiro¹

1. INTRODUÇÃO

Economias que vivenciam períodos de hiperinflação ou de inflação crônica vêem seus principais valores nominais, tais como salários, preços, taxa de câmbio nominal e mesmo a moeda, na forma de agregados monetários, variarem de forma crescente a taxas crescentes, no caso da hiperinflação, ou relativamente constantes, em se tratando de inflação crônica, sem qualquer referência, que não as expectativas de inflação futura dadas pela inflação passada. Dessa forma, ainda que muitas vezes os processos inflacionários resultem de déficits públicos, sua propagação e manutenção derivam da chamada inércia inflacionária (SOUZA, 1994 e NAZMI, 1997).

É nesse contexto que ganha relevância a escolha de algum conceito nominal como âncora. Escolhe-se alguma variável nominal cujas variações futuras, ou mesmo sua fixação, remetam a uma referência válida e crível para a evolução dos outros conceitos nominais da economia. Em alguns casos, optou-se por um agregado monetário para cumprir esse papel de referência. Essa escolha insere-se na composição de um novo padrão de gestão fiscal e de política monetária. Em outros, contudo, optou-se pela taxa de câmbio nominal.

A opção pela âncora cambial apresenta algumas vantagens em relação ao uso de uma âncora monetária. Em primeiro lugar, a taxa de câmbio nominal é uma variável sob relativo controle do governo. Além disso, trata-

¹ Mestrando do Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política da PUC-SP, economista da Sociedade Brasileira de Estudos das Empresas Transnacionais e da Globalização Econômica (SOBEET) e professor do Instituto de Ciências Sociais e Comunicação da Universidade Paulista (UNIP).

se de uma referência clara para os agentes econômicos, mais evidente do que a adoção de algum agregado monetário, facilitando, dessa forma, a consecução de seu objetivo de referência para a definição dos valores nominais da economia. Em terceiro lugar, a âncora monetária pode resultar falível dada a transição de um estado de baixa demanda por moeda para um processo de remonetização cuja magnitude é desconhecida pelos gestores da política econômica. O uso da taxa de câmbio como referência nominal torna a taxa de crescimento dos agregados monetários relevante (M1 e base monetária) uma variável endógena (REBELO; VÉGH, 1995).

Entretanto, a âncora cambial detém riscos para a gestão macroeconômica. O mais evidente é o efeito da rigidez dos preços dos bens não comerciáveis sobre a taxa de câmbio real e dessa sobre as transações correntes do Balanço de Pagamentos. Esse problema, dentre outros, remete à difícil opção de quando e como flexibilizar a regra de definição da taxa de câmbio nominal sem maiores riscos para o processo de estabilização (SOUZA, 1994).

A promoção da estabilidade monetária em processos inflacionários crônicos a partir da utilização da taxa de câmbio nominal implica uma série de fenômenos macroeconômicos que mostram-se comuns a algumas experiências de estabilização monetária latino-americanas. Esse é o caso da *Tablita* chilena (1978-1982), do Pacto de Solidariedade mexicano (1988-1994) e da Lei de Conversibilidade argentina (1991-2001).

A literatura econômica sobre o tema alinha os seguintes eventos macroeconômicos associados aos processos de estabilização monetária pautados no uso da taxa nominal de câmbio:

- Apreciação da taxa de câmbio real que deriva da lenta convergência da taxa de inflação doméstica para as taxas de desvalorização da taxa de câmbio nominal (REBELO; VÉGH, 1995; KIGUEL; LIVIATAN, 1992);
- Expansão, num primeiro momento (no máximo durante os dois primeiros anos da estabilização monetária), dos gastos com consumo privado. Essa expansão implica aumento nas taxas de crescimento do PIB em relação ao momento anterior. Posteriormente, as taxas de crescimento do consumo privado e do PIB mostram desaceleração, podendo tornar-se negativas, traduzindo um período de recessão. Esse comportamento do consumo e do PIB, num ambiente de queda da taxa de inflação, contradiz a evidência da Curva de Phillips. (REBELO; VÉGH, 1995; KIGUEL; LIVIATAN, 1992 e NAZMI, 1997);
- Mudança nos preços relativos. As variações nos índices de preço dos bens não comerciáveis internacionalmente (em especial dos serviços, aluguéis e mão-de-obra) são maiores, num primeiro momento, do que as

variações nos índices que agregam maior ponderação de bens comerciáveis internacionalmente. Decorre disso o aumento dos salários reais em termos de uma cesta de bens transacionáveis (REBELO; VÉGH, 1995; KIGUEL; LIVIATAN, 1992). Portanto, espera-se que a razão IPC/IPA seja maior do que um nos primeiros anos do processo de estabilização;

- As taxas reais de juros tendem à queda em virtude da redução nas taxas esperadas de desvalorização cambial (modelo de Rodriguez (1982) e de Dornbusch (1982);
- O declínio da taxa de inflação provoca um aumento nas quantidades demandadas de moeda, remetendo a um processo de remonetização (REBELO; VÉGH, 1995);
- E, finalmente, verifica-se a ocorrência de déficits em transações correntes do Balanço de Pagamentos derivados, em boa medida, dos resultados deficitários da balança comercial (REBELO; VÉGH, 1995; KIGUEL; LIVIATAN, 1992). Importa acrescentar que a ocorrência de déficits em conta corrente do Balanço de Pagamentos representa, entre outros fenômenos macroeconômicos, variação positiva do estoque de passivo externo da economia. Nesse sentido, os processos de estabilização monetária pautados na taxa nominal de câmbio, ao provocarem a apreciação da taxa real de câmbio e a consequente deterioração da conta corrente, implicam acúmulo de dívida externa, o que fragiliza, a médio prazo e a depender da inserção externa de cada país, o financiamento do déficit em conta corrente, potencializando a probabilidade de crise cambial.

Além desses eventos, também pode ser associada aos processos de estabilização a implementação de reformas direcionadas a modificar os sistemas tributários, a liberalizar os fluxos comerciais e financeiros com o resto do mundo e a redefinir a amplitude da intervenção estatal na oferta de bens e serviços públicos por meio da redução dos ativos públicos produtivos (SOUZA, 1994; GONTIJO, 1995 e NAZMI, 1997).

O objetivo central desse artigo é averiguar a possibilidade de se estruturar uma espécie de tipo ideal latino-americano a partir da evolução dessas variáveis macroeconômicas no âmbito dos processos de estabilização monetária centrados na taxa de câmbio nominal. A busca pela consecução desse objetivo implica a elaboração de uma análise crítica relativa aos dois modelos utilizados que são detalhados na discussão do método de análise.

Para tanto, o artigo está estruturado em quatro seções, a contar por essa introdução. Na próxima seção, apresentamos a metodologia adotada e o material utilizado para a consecução do objetivo proposto. Na terceira seção, mostramos os resultados observados por meio da apresentação da

evolução das variáveis macroeconômicas selecionadas e alinhavadas no item precedente. Por fim, na quarta seção, são apresentadas as considerações finais que tecem comentários qualitativos sobre os resultados.

2. METODOLOGIA

Método de análise

Dado o objetivo desse artigo, adotou-se o estudo comparativo como método para se testar a hipótese da ocorrência ou não de um padrão latino-americano relacionado à evolução das variáveis macroeconômicas selecionadas, alinhadas a seguir, num contexto de promoção da estabilidade monetária pautada na taxa nominal de câmbio. Para tanto, foram utilizados dois modelos teóricos que pretendem significar a evolução macroeconômica nesse contexto.

Um primeiro modelo foi proposto por Rodriguez (1982) e Dornbusch (1982). Esse modelo teve como objetivo analisar os processos de estabilização monetária ocorridos no Cone Sul em meados dos anos 70 (Uruguai 1978-1982, Argentina 1978-1981 e Chile 1978-1982). O modelo assume: (i) a ocorrência da paridade entre as taxas de juros doméstica e internacional, ou seja, a livre mobilidade de capitais; (ii) a racionalização da inflação esperada por meio de expectativas adaptativas (a inflação esperada é dada pela inflação passada, o que resulta em certa rigidez na taxa de inflação); (iii) há dois tipos de bens na economia, os comerciáveis internacionalmente e os não comerciáveis internacionalmente; (iv) o preço dos bens comerciáveis internacionalmente é dado pela hipótese do preço único, o que implica que as expectativas adaptativas atuam de forma mais intensa sobre os preços dos bens não comerciáveis internacionalmente e; (v) a taxa real de juros é negativamente relacionada com a demanda agregada.

Dessa forma, a taxa de juros real é dada por:

$$r = i - \pi^e = i^* + \beta(e^e - \pi_{nc}^e) + K$$

Onde: r é a taxa real de juros doméstica, i é a taxa nominal de juros doméstica, π^e é a taxa de inflação esperada, i^* é a taxa nominal de juros internacional, β é a ponderação dos bens não comerciáveis no índice de preços, e^e é a taxa esperada de desvalorização cambial, π_{nc}^e é a taxa de infla-

ção esperada dos bens não comerciáveis e K representa uma constante que mensura o risco dos investimentos externos no país (KIGUEL; LIVIATAN, 1992).

Portanto, o modelo informa que quedas na taxa de desvalorização esperada da taxa de câmbio nominal, na presença das hipóteses acima explicitadas, implicam reduções na taxa real de juros, o que possibilita o aquecimento da atividade econômica por meio da expansão da demanda agregada (gastos com consumo e com investimento privados). Além disso, o modelo explica a apreciação da taxa de câmbio real e, por consequência, a mudança nos preços relativos. A expansão da atividade econômica juntamente com a apreciação da taxa de câmbio real leva à deterioração das contas externas.

Tendo em mente os efeitos sobre os agentes econômicos da falência de uma série de tentativas de estabilização monetária promovidas na América Latina ao longo dos anos 80, Calvo (1986) e Calvo e Végh (1993) propuseram um modelo em que a expansão da atividade econômica deve-se à falta de credibilidade no plano de estabilização (KIGUEL; LIVIATAN, 1992 e CALVO, 1986).

O modelo sugerido indica que, dada a expectativa de que, no futuro, o plano de estabilização não logrará sucesso, os agentes econômicos permutam o consumo futuro pelo consumo presente. Essa substituição intertemporal do consumo é estimulada pela redução da taxa de inflação e da taxa de desvalorização do câmbio nominal que, dada uma taxa real de juros constante, redundam em queda na taxa nominal de juros. Uma vez que a moeda é utilizada para efetuar transações, a queda no custo nominal de oportunidade de retenção de ativos monetários (queda na taxa nominal de juros) implica uma ampliação do consumo no presente às custas do consumo futuro, quando espera-se que as taxas de inflação, e também as taxas nominais de juros, voltem a acelerar-se (REBELO; VÉGH, 1995; KIGUEL; LIVIATAN, 1992 e NAZMI, 1997).

Nazmi (1997) apresenta algumas qualificações ao modelo da “credibilidade imperfeita” acima exposto. A mais relevante é o argumento de que a elasticidade de substituição intertemporal dos agentes em relação ao consumo deveria ser “alta e significante” (NAZMI, 1997, p. 521) para consolidar a hipótese fundamental do modelo. O autor afirma a inexistência de qualquer evidência empírica que sustente a colocação de Calvo (1986) e Calvo e Végh (1993).

Outra importante explicação para a expansão do consumo e do produto logo após a instauração do programa de estabilização monetária é a que vincula esses fatos macroeconômicos ao efeito riqueza e ao efeito renda derivados da imediata supressão do imposto inflacionário sobre os rendi-

mentos nominais (NAZMI, 1997). Nesse caso, supõe-se que não haja equivalência ricardiana ou ainda que o setor público equilibrará seu orçamento sem a necessidade de elevação da carga tributária.

Cabe ainda citar um último conjunto de explicação para o nível de atividades em processos de estabilização monetária. Trata-se do modelo que centra sua análise no lado da oferta (*supply side*) e argumenta que a redução da taxa de inflação aumenta a produtividade marginal do capital líquido dos custos de transações representados pela antiga taxa de inflação. A queda na taxa de inflação, dada a taxa de juros reais constante, implica um barateamento dos investimentos, expandindo a demanda agregada (URIBE, 1997).

O artigo pretende avaliar o poder explicativo do modelo de Rodriguez (1982) e Dornbusch (1982) e do modelo de credibilidade imperfeita. Para tanto, o estudo lança mão de evidências empíricas e históricas. Vale adiantar, contudo, que as explicações para a expansão das taxas de crescimento do produto e do consumo fundadas na evolução ascendente dos salários reais, no comportamento das operações ativas do sistema bancário e na propensão a consumir parecem mais consistentes para os casos avaliados do que os modelos de Rodriguez (1982) e Dornbusch (1982) e de credibilidade imperfeita.

Material selecionado - variáveis macroeconômicas selecionadas

As variáveis selecionadas para esse trabalho foram:

- Taxa real de juros deflacionada pelo índice de preços ao consumidor relativo aos preços da capital de cada país e em porcentagem ao ano;
- Taxa nominal de juros em porcentagem ao ano;
- Variação percentual real anual do consumo privado *per capita*;
- Variação percentual anual da taxa nominal de câmbio;
- Variação percentual anual da taxa de inflação ao consumidor;
- Variação percentual anual da taxa de inflação no atacado;
- Razão entre as variações percentuais anuais das taxas de inflação ao consumidor e no atacado como medida dos preços relativos;
- Variação percentual anual do preço do cobre chileno exportado e
- Taxa real de câmbio deflacionada pelo índice doméstico de preços ao consumidor e pelo índice de preços ao consumidor norte-americano com base igual a 100 no ano de início do plano de estabilização de cada país.

Antes de prosseguirmos, algumas ressalvas se fazem necessárias. Em primeiro lugar, os dados relativos aos processos de estabilização analisados a seguir estão agrupados, em certos gráficos e tabelas, de acordo com os anos seguintes à instauração do plano de estabilização. Portanto, para evitar desconforto para a leitura, apresentamos a Tabela 1.

Tabela 1 - ANOS RELATIVOS AOS PROCESSOS DE ESTABILIZAÇÃO. CHILE, MÉXICO E ARGENTINA

| Anos após o início da estabilização | Chile | México | Argentina |
|---|-------|--------|-----------|
| -1 | 1977 | 1987 | 1990 |
| 0 | 1978 | 1988 | 1991 |
| 1 | 1979 | 1989 | 1992 |
| 2 | 1980 | 1990 | 1993 |
| 3 | 1981 | 1991 | 1994 |
| 4 | 1982 | 1992 | 1995 |
| 5 | 1983 | 1993 | 1996 |
| 6 | - | 1994 | - |
| 7 | - | 1995 | - |

Em segundo lugar, outra importante qualificação precedente diz respeito à utilização do Índice de Preços ao Consumidor (IPC) como *proxy* para os preços de bens e serviços não comerciáveis internacionalmente (doravante grafados apenas como bens não comerciáveis ou não transacionáveis) e do Índice de Preços ao Atacado (IPA) como *proxy* dos preços dos bens comerciáveis internacionalmente (referidos daqui por díante como bens comerciáveis ou transacionáveis). No decorrer do trabalho, esses índices são utilizados para analisar a evolução dos preços relativos e, no caso do IPC, para o estudo da convergência ou não das variações dos preços dos bens não comerciáveis para as variações da taxa de câmbio nominal, bem como para deflacionar a taxa de câmbio real.

Vale ressaltar, contudo, que mesmo o IPC mensura as variações dos preços dos bens comerciáveis em concordância com a estrutura de dispêndios da população pesquisada. Assim, a medida de preços relativos aqui adotada pode subestimar a evolução dos preços relativos.

Por fim, em terceiro lugar, os planos de estabilização aqui selecionados remetem ao critério desenvolvido por Kiguel (1989) e Kiguel e Liviatan (1992), no qual apenas programas nos quais pode-se encontrar um claro compromisso com alguma regra de definição ou de evolução da taxa de

câmbio nominal são considerados como experimentos baseados na ancoragem cambial. Além disso, essa estratégia deve ser o ponto central do processo de estabilização monetária.²

3. RESULTADOS

Taxas de juros e consumo privado per capita

Observa-se que a efetivação da estabilidade monetária implica uma expansão das taxas positivas de crescimento do consumo privado. Esse fenômeno é recorrente no Chile, na Argentina e no México, embora nesse último país a instauração de uma política monetária restritiva ao longo dos três primeiros semestres do Plano de Solidariedade tenha postergado o característico *boom* de consumo.

Para analisarmos as relações que se estabeleceram entre o consumo privado *per capita* e as taxas de juros reais e nominais partimos da evidência empírica descrita no Gráfico 1 a seguir.

² Além das experiências aqui analisadas, Kiguel e Liviatan (1992) também estudam os programas argentinos de 1959-1962, 1967-1970, 1973-1975, 1978-1981 e 1985-1986, o processo israelense de 1985 e citam o Plano Cruzado de 1986.

Gráfico 1 - CONSUMO PRIVADO *PER CAPITA* (VAR. % ANUAL REAL), TAXAS DE JUROS (ANUALIZADAS E DEFLACIONADAS PELO IPC. TAXAS ATIVAS) E TAXAS DE INFLAÇÃO (MÉDIA ANUAL). CHILE, MÉXICO E ARGENTINA. PERÍODOS SELECIONADOS. (CONTINUA).

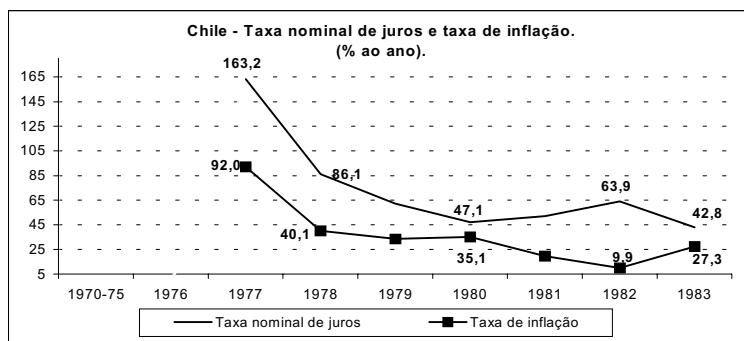
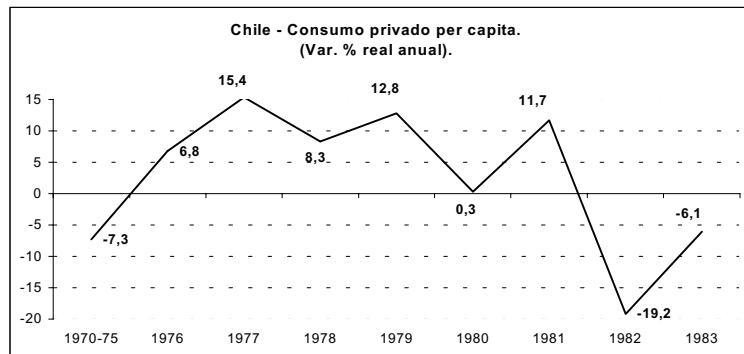


Gráfico 1 - CONSUMO PRIVADO PER CAPITA (VAR. % ANUAL REAL) E TAXAS DE JUROS (ANUALIZADAS E DEFLACIONADAS PELO IPC. TAXAS ATIVAS) E TAXAS DE INFLAÇÃO (MÉDIA ANUAL). CHILE, MÉXICO E ARGENTINA. PERÍODOS SELECIONADOS. (CONTINUA).

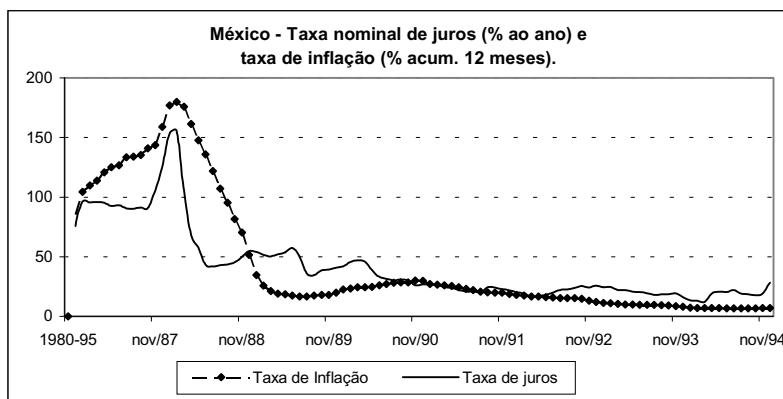
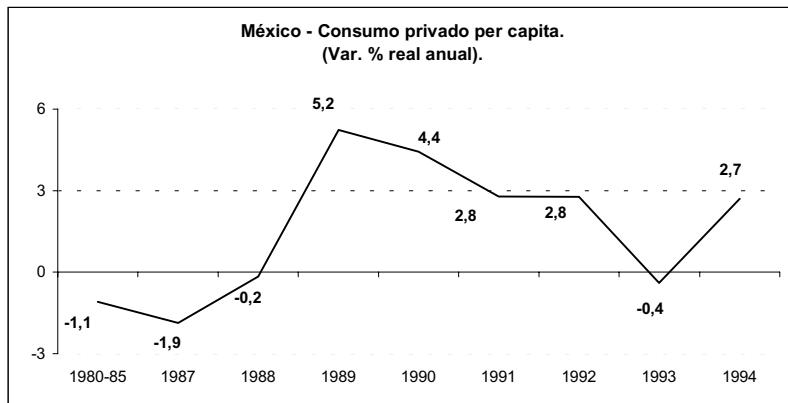
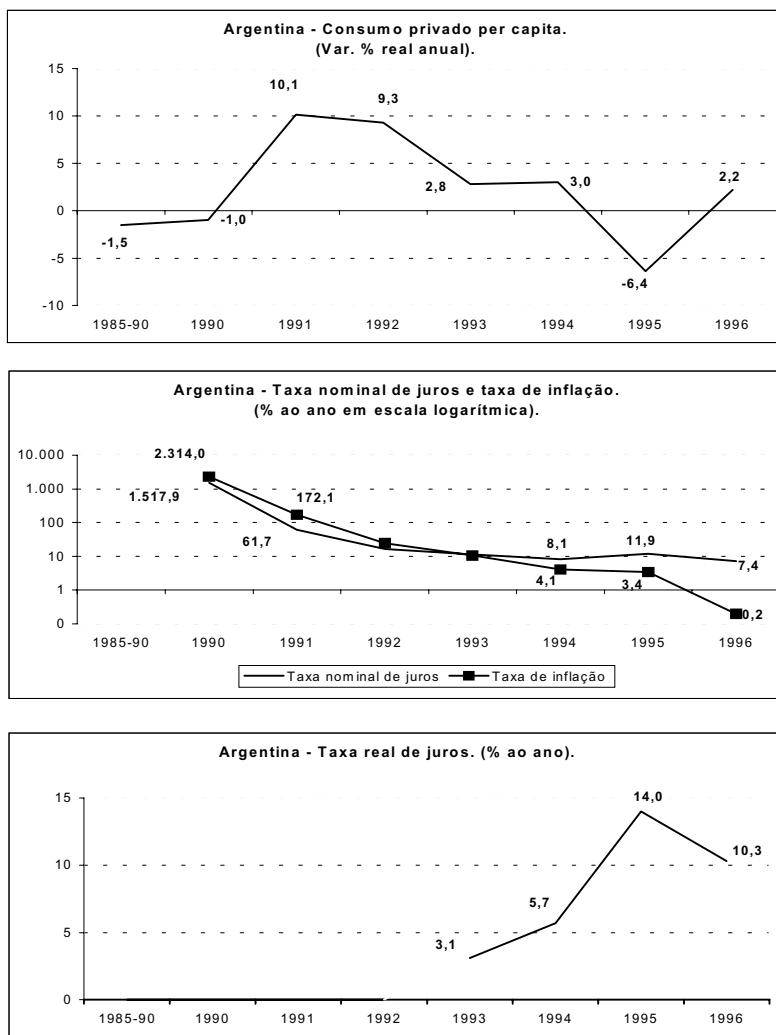


Gráfico 1 - CONSUMO PRIVADO *PER CAPITA* (VAR. % ANUAL REAL) E TAXAS DE JUROS (ANUALIZADAS E DEFLACIONADAS PELO IPC. TAXAS ATIVAS) E TAXAS DE INFLAÇÃO (MÉDIA ANUAL). CHILE, MÉXICO E ARGENTINA. PERÍODOS SELECIONADOS. (CONCLUSÃO).



FONTE: Elaborado a partir de CEPAL (1981, 1985, 1994, 1995, 1998, 2000 e 2001), IMF (1992, 1998), WORLD BANK (1998) e MÉXICO (2002).

No caso chileno, as taxas médias anuais de crescimento do consumo *per capita* privado são negativas entre 1970-1975. Após 1976, observa-se forte recuperação desse agregado, alcançando a taxa de 15,4% em 1977. Esse comportamento do consumo evidencia que a economia chilena já vinha num processo de recuperação do crescimento que, no início da década de setenta, estivera comprometido pela instabilidade política.

A estabilização monetária, atrelada à indexação salarial, atua de forma incisiva sobre as decisões de consumo, em especial em 1979 e 1981. A taxa nominal de juros é decrescente, dada a estabilização monetária. Em 1982, devido à elevação das taxas de juros nos EUA (1979) e à moratória mexicana, a autoridade monetária chilena eleva a taxa nominal de juros. A visualização do Gráfico 1 permite identificar que apenas em 1982 a taxa real de juros e a taxa nominal de juros podem ter restringido o crescimento do consumo.

Como aludido acima, o consumo privado *per capita* chileno talvez responda de maneira mais significativa à permanência da indexação salarial, que amplificou o efeito riqueza derivado da extinção abrupta do imposto inflacionário (SOUZA, 1994 e NAZMI, 1997). Concluímos, portanto, que as relações estabelecidas entre as taxas de juros e o consumo privado parecem não corroborar tanto o modelo de Rodriguez (1982) e Dornbusch (1982) quanto o modelo da credibilidade imperfeita.

Diferentemente dos outros planos de estabilização pautados na taxa de câmbio nominal, o pacto mexicano não apresentou um *boom* nas taxas de variação do produto e do consumo privado *per capita* logo após a introdução da política de estabilização, conforme vê-se no Gráfico 1. De fato, apenas em 1989, um ano após a introdução do Pacto, o consumo privado se expande.

A explicação para a não ocorrência do característico *boom* de consumo no início do Pacto (dezembro de 1987) reside na alta taxa real de juros e no congelamento dos salários nominais concomitante à continuidade da inflação que redundou em queda dos salários reais (NAZMI, 1997). A revisão bibliográfica indicou que a implantação de uma política monetária restritiva seria uma das causas da inobservância da característica expansão do produto. Entretanto, pode-se observar, pelo gráfico 1, que a taxa real de juros torna-se positiva justamente no momento em que os gastos privados com consumo se expandem, ou seja, ao longo de 1989 e 1990.

Entretanto, uma vez que a taxa real de juros só é conhecida após a verificação da taxa de inflação *vis-à-vis* à taxa nominal de juros, e dado que identifica-se uma elevação da taxa nominal de juros durante o primeiro semestre de 1988, é lícito supor que a política econômica tenha sido instituída com o intuito de se minimizar os efeitos da taxa real de câmbio apreciada

sobre a conta corrente do Balanço de Pagamentos, mas que a política monetária, ou ao menos a fixação da taxa real de juros em níveis positivos tenha sido frustrada pela trajetória da taxa de inflação.

Do ponto de vista da fidelidade dos modelos aos eventos históricos, observa-se que, uma vez mais, a taxa nominal de juros cai em virtude da queda da taxa de inflação. A maior taxa de crescimento do consumo não coincide com o início do plano de estabilização e nem com a redução da taxa nominal de juros. Ao contrário, o consumo expande-se quando verificam-se elevações da taxa nominal de juros.

A taxa real de juros parece não influenciar o consumo da maneira sugerida pelo modelo de Rodriguez (1982) e Dornbusch (1982). Taxas reais de juros negativas são contemporâneas a taxas negativas de crescimento do consumo (1988) e taxas reais de juros positivas ocorrem concomitantes à elevação das taxas de crescimento do consumo privado (1989-1990).

A extinção do processo hiperinflacionário argentino por meio da Lei de Conversibilidade é acompanhada por forte expansão na taxa de crescimento do consumo privado *per capita*. A estabilização monetária implica redução nas taxas nominais de juros, as quais permanecem em patamares inferiores à taxa de inflação. A taxa real de juros negativa pode ter influenciado as decisões de consumo na Argentina, bem como a provável falta de credibilidade no plano de estabilização.

Os modelos utilizados para a apreensão das relações entre consumo e taxa de juros (Rodriguez (1982) e Dornbusch (1982) e o modelo da credibilidade imperfeita) têm como preocupação central fornecer explicações para a não ocorrência da relação entre o nível de atividades e a taxa de inflação prevista na Curva de Phillips. Entretanto, as economias aqui analisadas compartilham a característica de elevada propensão a consumir após a estabilização monetária. Esse fenômeno relaciona-se à extinção da deterioração dos rendimentos reais após a queda da taxa de inflação. Como visto, na *Tablita* chilena esse evento foi inflado pela permanência da indexação salarial. Além disso, é relevante o impacto sobre as decisões de consumo da expansão do crédito ao setor privado.

Taxas de câmbio e preços relativos

A análise das variações nos índices de preços ao atacado e ao consumidor permite identificar o grau de rigidez dos preços ao longo do processo de estabilização, bem como a evolução dos preços relativos, o que possibilita uma aproximação sobre os custos e a rentabilidade do setor produtor de bens comerciáveis.

A Tabela 2 a seguir evidencia a relação entre a âncora cambial e a estabilidade monetária. No Chile, do ponto de vista da estabilização monetária, verifica-se uma substantiva redução das taxas anuais de variação dos preços. As taxas declinam em 1978, no caso do IPC, para menos da metade da taxa de 1977. A redução no IPA é ainda mais pronunciada. Além disso, à exceção do IPC de 1980 e do IPA de 1979 (dado o choque do petróleo), as taxas mostram-se decrescentes até 1982, quando o IPC fica em apenas um dígito. A eclosão da Crise de 1982 traria nova aceleração da inflação em 1983 (Tabelas 2 e 3).

Tabela 2 - TAXAS DE CÂMBIO NOMINAIS E TAXAS DE INFLAÇÃO AO CONSUMIDOR. CHILE, MÉXICO E ARGENTINA. (VAR. % ANUAL A PARTIR DE MÉDIAS ANUAIS). PERÍODOS SELECIONADOS.³

| Anos após o início da estabilização | Chile | | México | | Argentina | |
|---|-------------------|---------------------|-------------------|---------------------|-------------------|---------------------|
| | Taxa de Câmbio | Taxa de Inflação | Taxa de Câmbio | Taxa de Inflação | Taxa de Câmbio | Taxa de Inflação |
| -1 | 65,0 | 92,0 | 126,2 | 131,8 | 1.051,8 | 2.314,0 |
| 0 | 47,1 | 40,1 | 64,5 | 114,2 | 95,6 | 172,1 |
| 1 | 17,7 | 33,4 | 8,4 | 20,0 | 3,9 | 24,8 |
| 2 | 4,7 | 35,1 | 14,2 | 26,7 | 0,8 | 10,7 |
| 3 | 0,0 | 19,7 | 7,5 | 22,7 | 0,0 | 4,1 |
| 4 | 30,5 | 9,9 | 2,3 | 15,5 | 0,1 | 3,4 |
| 5 | 54,9 | 27,3 | 1,0 | 9,8 | 0,0 | 0,2 |
| 6 | - | - | 8,0 | 7,0 | - | - |
| 7 | - | - | 90,5 | 35,0 | - | - |

FONTE: Elaborado a partir de CEPAL (1981, 1985, 1994, 1995, 1998 e 2000) , IMF (1992, 1998) e WORLD BANK (1998).

O Pacto mexicano, da mesma forma, consegue reduzir substancialmente suas taxas de inflação entre 1987 e 1994. Após um período de variação do IPC entre 20% e 25% no período 1989-1991, a taxa alcança um dígito, em 1993, com tendência de declínio.

A eficácia da âncora cambial argentina é ainda mais notável, seja pela velocidade, seja pela diferença entre as taxas pré-estabilização e pós-estabilização. Em apenas quatro anos a economia argentina sai de uma inflação anual de três dígitos e logra registrar uma taxa de inflação semelhante às

³ Os períodos selecionados referem-se a: 1978, início da *Tablita* chilena, 1988, início do Pacto mexicano, e 1991, início do Plano de Conversibilidade argentina.

taxas dos países centrais, ao redor de 3,5% ao ano. Após 1995, as taxas são inferiores a 1% ao ano.

A evolução dos preços relativos permite qualificar de forma mais rigorosa a rigidez dos preços da economia chilena sob a égide da âncora cambial. A Tabela 3 mostra que o IPA chileno apresentou variações anuais crescentes entre 1978 e 1979, ao passo que o IPC permaneceu constante, na faixa dos 35% ao ano, entre 1978 e 1980, num momento em que o câmbio nominal mostra forte diminuição das suas taxas de desvalorização. Ou seja, depreende-se que não ocorreu o esperado repasse das quedas nas taxas de desvalorização da taxa de câmbio nominal para os índices de preço, em especial para o IPA.

Tabela 3 - PREÇOS RELATIVOS. CHILE, MÉXICO E ARGENTINA. (VAR. % ANUAL A PARTIR DE MÉDIAS ANUAIS). PERÍODOS SELECIONADOS.⁴

| Anos após o início da estabilização | Chile | | | México | | | Argentina | | |
|---|-------|-----|---------|--------|-----|---------|-----------|-----|---------|
| | IPC | IPA | IPC/IPA | IPC | IPA | IPC/IPA | IPC | IPA | IPC/IPA |
| -1 | 92 | 456 | 0,2 | 132 | 135 | 1,0 | 2.314 | - | - |
| 0 | 40 | 43 | 0,9 | 114 | 108 | 1,1 | 172 | 111 | 1,56 |
| 1 | 33 | 49 | 0,7 | 20 | 16 | 1,2 | 25 | 6 | 4,08 |
| 2 | 35 | 40 | 0,9 | 27 | 23 | 1,1 | 11 | 2 | 6,50 |
| 3 | 20 | 9 | 2,2 | 23 | 21 | 1,1 | 4 | 1 | 6,29 |
| 4 | 10 | 7 | 1,4 | 16 | 13 | 1,2 | 3 | 8 | 0,44 |
| 5 | 27 | 46 | 0,6 | 10 | 9 | 1,1 | 0 | 4 | 0,05 |

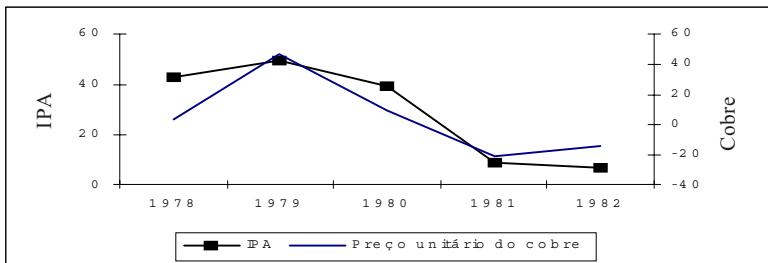
FONTE: Elaborado a partir de CEPAL (1981, 1985, 1994, 1995, 1998 e 2000).

Como mencionado na introdução, é de se esperar que a rigidez dos preços dos bens não comerciáveis (IPC) seja superior à dos bens comerciáveis (IPA), dada a abertura da conta de comércio, bem como a própria âncora cambial. Entretanto, verifica-se que apenas em 1981 e em 1982 as variações nos preços ao consumidor são superiores às variações nos preços ao atacado. Esse comportamento do IPA na economia chilena pode estar vinculado a dois fatores. Em primeiro lugar, à crise do petróleo de 1979 que, ao representar um choque de oferta pode ter tornado o IPA menos sensível à âncora cambial. Em segundo lugar, a trajetória do preço médio do cobre exportado pelo Chile mostra-se bastante ligada ao comportamento do IPA chileno no período 1978-1982 conforme verifica-se no Gráfico 2 a seguir.

⁴ Os períodos selecionados referem-se a: 1978, início da *Tablita* chilena, 1988, início do Pacto mexicano, e 1991, início do Plano de Conversibilidade argentino.

Além disso, tanto o preço do petróleo quanto o preço do cobre mostram-se ascendentes no mercado mundial, ou seja, seus preços crescem em dólares.

Gráfico 2 - ÍNDICE DE PREÇOS NO ATACADO (IPA) E PREÇO MÉDIO EM US\$ DO COBRE EXPORTADO. CHILE. (VAR. % ANUAL). 1978-1982.



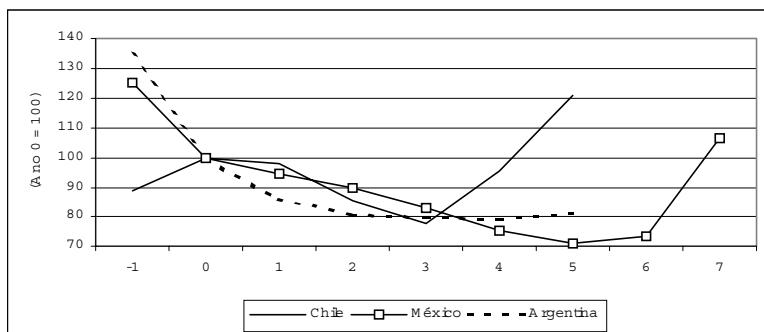
FONTE: Elaborado a partir de IMF (1986).

No caso do Pacto mexicano, fica claro que os preços relativos mantêm a relação esperada. As variações dos preços dos bens comerciáveis (IPA) mantêm-se inferiores às dos bens não comerciáveis (IPC) por todo o período 1988-1994. Evidencia-se um padrão entre as variações dos preços ao consumidor e no atacado ao redor de 1,10 após 1990. Tal comportamento parece sugerir que os preços relativos alcançaram uma razão de equilíbrio dentro do processo mexicano de estabilização monetária. Esse equilíbrio traduz uma perda de rentabilidade do setor produtor de bens comerciáveis dada pela impossibilidade de repasse dos custos “indexados” ao IPC para os preços dos seus produtos. Daí a perda de competitividade das exportações mexicanas.

A estabilização monetária argentina também apresentou a esperada rigidez dos preços ao consumidor em relação à trajetória dos preços no atacado, principalmente entre 1991 e 1994, quando as variações anuais do IPC chegam a ser seis vezes superiores às variações do IPA. Após a crise de liquidez de 1995, contudo, a rigidez do IPC desaparece e dá lugar a fortes declínios nas suas taxas de variação, que são inferiores às taxas do IPA. É provável que esse movimento dos preços relativos após 1995 traduza, por um lado, um choque de oferta negativo sobre os bens comerciáveis, daí a forte elevação do IPA entre 1994 e 1995, e, por outro, a recessão de 1995 que consubstancia-se na forte queda das variações dos preços aos consumidores em 1995 e 1996.

A relativa rigidez das taxas de inflação ao consumidor, acima analisada, em relação a sua convergência imediata para as taxas declinantes ou fixas de desvalorização do câmbio nominal implicam a apreciação das taxas de câmbio real deflacionadas pelo IPC. Esse evento é característico dos três planos aqui analisados. Entretanto, deve-se atentar para outra recorrência verificada no Chile e no México. Trata-se da ruptura cambial nos últimos anos da série indicada no Gráfico 3 a seguir. Além disso, a apreciação da taxa de câmbio real no Chile, de pouco mais de 20%, a maior entre as três experiências após três anos de instauração do plano de estabilização, dá indícios de que a âncora cambial não influenciou a redução das taxas de inflação ao consumidor de maneira mais eficaz do que no México, na Argentina e mesmo no Brasil.

Gráfico 3 - TAXAS DE CÂMBIO REAL DEFACIONADAS PELO IPC. CHILE, MÉXICO E ARGENTINA (BASE: ANO DE INÍCIO DA ESTABILIZAÇÃO IGUAL A 100). PERÍODOS SELECIONADOS.⁵



FONTE: Elaborado a partir de CEPAL (1981, 1985, 1994, 1995, 1998 e 2000); Banco Central do Brasil (1987, 1994 e 1998) e IMF (1986, 1992 e 1998).

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Como conclusões preliminares podemos destacar:

- Ineficácia dos modelos escolhidos para explicar as relações entre consumo privado e taxas de juros nominal e real, sendo que talvez a

⁵ Os períodos selecionados referem-se a: 1978, início da *Tablita* chilena, 1988, início do Pacto mexicano, e 1991, início do Plano de Conversibilidade argentino.

Argentina possa ser uma exceção no que tange ao modelo de credibilidade imperfeita;

- Eficácia da política cambial no que tange à extinção dos processos inflacionários no México e na Argentina;

- Mudanças nos preços relativos no México e na Argentina.

No caso do Chile, levantou-se a hipótese da baixa eficácia da âncora cambial sobre a redução das taxas de inflação em virtude de choques de oferta exógenos;

- A prevalência de rigidez nas taxas de variações dos índices de preço ao consumidor em relação às taxas de desvalorização do câmbio nominal nas três experiências de estabilização monetária, o que implicou a

- Apreciação da taxa real de câmbio nos três países.

RESUMO

O artigo busca evidenciar a ocorrência ou não de fenômenos macroeconômicos identificados pela literatura como recorrentes nas experiências de estabilização monetária pautadas na taxa nominal de câmbio levadas a cabo na América Latina. Entre estas experiências, foram selecionadas a *Tablita chilena* (1978-1982), o Pacto de Solidariedade Mexicano (1988-1994) e a Lei de Conversibilidade Argentina (1991-2002). A análise estruturou-se a partir da hipótese de que há um padrão latino-americano de evolução macroeconômica associada à estabilização monetária calcada na âncora cambial. As variáveis e relações macroeconômicas analisadas neste trabalho são: taxas nominal e real de juros e consumo privado *per capita*; taxa de câmbio nominal, taxa de inflação ao consumidor e taxa real de câmbio; e preços relativos.

Palavras-chave: estabilização monetária, *tablita*, pacto de solidariedade, Lei de Conversibilidade, América Latina.

ABSTRACT

The article intends to show the occurrence or not of some macroeconomic events identified by the literature as stylized facts. Those stylized facts have been associated with exchange-rate-based stabilization (ERBS) processes that took place in Latin America. This study has selected the experiences of Chilean *tablita* (1978-

1982), the Mexican Solidarity Pact (1988-1994) and the Convertibility Law of Argentina (1991-2002). The analysis is based over the assumption that it may occur in latin american pattern of macroeconomic evolution associated with the ERBS processes. The macroeconomic concepts and relationships analysed in this article are: nominal and real interest rate and private per capita consumption, exchange nominal rate, inflation rate for consumers and real exchange rate, and relative prices.

Key-words: monetary stabilization, *tablita*, solidarity pact, convertibility law, Latin America.

REFERÊNCIAS

- BRASIL. Banco Central do Brasil. *Boletim Mensal*. Diversos números. Brasília, 1987.
- _____. *Boletim Mensal*. Diversos números. Brasília, 1994.
- _____. *Relatório 1996*. Brasília, 1998.
- CALVO, G. Temporary stabilization: predetermined exchange rates. *Journal of Political Economy*, n. 94, 1986. p. 1319-1329.
- _____.; VEGH, R. *Exchange rate based stabilization under imperfect credibility*. Proceedings from I.E.A. Conference on Open Economy Macroeconomics, Macmillan, 1993.
- COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y CARIBE. *Anuario Stadístico de América Latina y el Caribe 1980*. Santiago de Chile, 1981.
- _____. *Anuario Stadístico de América Latina y el Caribe 1984*. Santiago de Chile, 1985.
- _____. *Anuario Stadístico de América Latina y el Caribe 1993*. Santiago de Chile, 1994.
- _____. *Anuario Stadístico de América Latina y el Caribe 1994*. Santiago de Chile, 1995.
- _____. *Anuario Stadístico de América Latina y el Caribe 1995*. Santiago de Chile, 1998.
- _____. *Anuario Stadístico de América Latina y el Caribe 1999*. Santiago de Chile, 2000.
- _____. *Anuario Stadístico de América Latina y el Caribe 2000-2001*. Santiago de Chile, 2001.
- DORNBUSCH, R. Stabilization policies in development countries: what have we learned? *World Development*, n. 10, 1982. p. 701-708.
- GONTIJO, C. Política de estabilização e abertura externa: uma análise comparativa das experiências do Chile, da Argentina e do México. *Revista de Economia Política*, v. 15, n. 1(57), jan./mar. 1995. p. 41-57.
- GUERRA Jr., W. T. de A. *O Plano Real e a experiência internacional sobre políticas de estabilização*. São Paulo, 1996. Tese (Doutorado em Economia) - Faculdade de Economia e Administração USP.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND. *International Financial Statistic*. Washington D.C., 1986.

- _____. *International Financial Statistics* - special suplement on exchange rates. Washington D.C., 1988.
- _____. *International Financial Statistics*. Washington D.C., 1992.
- _____. *International Financial Statistics*. Washington D.C., 1998.
- KIGUEL, M. Inflation in Argentina: stop and go since the Austral Plan. *PPR Working Paper*, n. 162, World Bank, 1989.
- _____; LIVIATAN, N. The business cycle associated with exchange rate based stabilization. *World Bank Economic Review*, v. 6, 1992. p. 279-302.
- MÉXICO. Banco Central do México. *Indicadores económicos e financieros*. Disponível em: <<http://www.banxico.mx>> Acesso em: 18 fev. 2002.
- NAZMI, N. Exchange rate based stabilizations in Latin America. *World Development*, v. 25, n. 4, 1997. p. 519-535.
- REBELO, S. T.; VÉGH, C. A. Real effects of exchange-rate-based stabilization: an analysis of competing theories. *NBER Macro Annual*. Cambridge, 1995.
- RODRIGUEZ, C. A. The argentine stabilization plan of December 20th. *World Development*, n. 10, 1982. p. 801-811.
- SOUZA, F. E. P. Experiências de políticas de estabilização baseadas na âncora cambial. *Revista Brasileira de Comércio Exterior*, n. 40, ago./set. 1994, p. 6-29.
- URIBE, M. Exchange-rate-based inflation stabilization: the initial real effects of credible plans. *Journal of Monetary Economics*, v. 39, n. 2, 1997. p. 197-221.
- WORLD BANK. *World Bank Data*, 1998. 1 CD-ROM.