

3. Planos de estabilização no Cone Sul*

Carlos F. Díaz-Alejandro¹

Este capítulo trata dos planos de estabilização cujos custos suscitam a questão sobre se não será pior a cura do que a própria doença; ou, ainda, trata do que podemos chamar de o caso do Cone Sul, referindo-se à experiência dos países localizados na região sul da América do Sul. Para começar, no entanto, deve ser lembrado que nem todos os planos de estabilização são acompanhados de quedas drásticas na produção e maciças redistribuições de renda. Tais estabilizações benignas, por sua vez, nem sempre acontecem na África ou Ásia; há também, no contexto da América Latina, exemplos de custos de curto prazo relativamente pequenos decorrentes da estabilização, seguidos de um rápido crescimento. A Colômbia em 1967 é um caso, mas há outros.²

A primeira parte do capítulo apresenta em linhas gerais as condições iniciais e o contexto histórico em que se inserem os planos de estabilização do Cone Sul. O típico pacote de medidas também será discutido brevemente. A segunda parte apresenta uma espécie de súpula estilizada das conseqüências dos planos. A terceira parte discute algumas complicações recentes introduzidas nos planos de estabilização pelo alto grau de mobilidade do capital internacional observada no final dos anos 70. Finalizam o capítulo algumas seções normativas, cobrindo as dimensões nacional e internacional do caso do Cone Sul.

O tema em questão é controverso. Em sua dimensão puramente econômica, lida com uma área — a macroeconomia de curto prazo — sobre a qual pairava incerteza durante o final dos anos 70. Os debates nos países industrializados repetem as mesmas matérias discutidas na América Latina desde pelo menos 1950; assim como naqueles antigos debates, é muitas vezes difícil estabelecer o limite que separa a economia científica de preferências políticas. Avaliações sobre o ritmo do ajustamento em mercados

* Artigo publicado originalmente em Cline, William R. e Weintraub, Sidney (ed.) *Economic stabilization in developing countries*, Washington, D.C.: The Brookings Institution, 1981. O autor (1937-1985) foi professor da Universidade de Yale. Tradução de Ricardo Borges Costa.

diferentes e dos custos sociais de caminhos alternativos ainda se baseiam muito em palpites e evidências incompletas. O ecletismo deste capítulo reflete o difícil estado em que se encontra a macroeconomia. Não seria honesto dissimular preferências políticas com o tecnicismo dos planos de estabilização, pelo menos em se tratando do caso do Cone Sul; os temerosos eventos dos anos 70 naquela região sul-americana não nos permitem essa “insinceridade”. Devo alertar ao leitor que o que segue reflete uma posição política centrista de perplexidade, que não julga ser preciso acobertar o *chientlit* econômico do populismo para rejeitar os horrores do Estado burocrático-autoritário.³ O pressuposto-chave subjacente será o de que uma economia mista é um modelo desejável e factível para a maioria dos países latino-americanos.

Muitos poderão achar confortável a combinação de um ecletismo econômico com uma política centrista apenas para um crítico acadêmico “em cima do muro”. Talvez. Ainda assim, a esperança de que os anos 80 possam ver essa fórmula desordenada e pouco dramática ganhando terreno na América Latina encoraja este autor a escrever o presente capítulo.

Contexto histórico e condições iniciais

A história econômica dos países do Cone Sul após a Segunda Guerra Mundial é pontilhada de planos de estabilização fracassados; em alguns casos os fracassos recuam ainda mais no passado. As falhas principais são a incapacidade de baixar a inflação em níveis compatíveis com aqueles dos Estados Unidos (ou do Reino Unido, em tempos mais antigos) e erradicar as tendências de desequilíbrio no balanço de pagamentos. Uma possível hipótese é a de que, *ceteris paribus*, quanto mais longa for a história de planos de estabilização fracassados, menores serão as chances de sucesso (e/ou maiores os custos do sucesso) de qualquer novo plano. Além de acompanhar diariamente os jornais, os agentes econômicos trazem na memória uma história econômica que os induz a descontar qualquer alegação de que “a inflação estará zerada dentro de um ano”, independentemente do ímpeto com que tais alegações são sustentadas. As expectativas que fundamentam esse comportamento não se baseiam em modelos de livros-textos, mas na recordação de fracassos anteriores dentro de seus próprios países. Se, como parece ser o caso, o custo privado de errar, pelo menos numa estimativa de inflação, for maior do que por excesso, instala-se um quadro propício a uma inércia viciosa na taxa de inflação.⁴ A inflação acaba parecendo-se mais com a pedra de Sísifo do que com o nó de Alexandre.

Um típico plano de estabilização do Cone Sul é precedido durante, digamos, um ou dois anos antes de sua edição, por uma aceleração da inflação crônica. Essa aceleração é acompanhada por uma maior variabilidade nos preços relativos, variabilidade esta que encontra pouca justificação do ponto de vista da eficiência econômica. Nesse estágio, tanto a taxa de inflação quanto os preços relativos tornam-se menos previsíveis. Parte das flutuações erráticas nos preços relativos nasce de tentativas governamentais de controlar a inflação congelando-se esporadicamente alguns preços considerados estratégicos, como os de moeda estrangeira, alimentos, serviços públicos, transporte e crédito, seguindo-se a estes congelamentos ajustamentos abruptos para cima. Por serem estes ajustamentos apenas parciais, a maioria daqueles preços, incluindo as taxas de juros, se distanciará cada vez mais de valores de equilíbrio plausíveis.

Déficits no balanço de pagamentos, esgotamento de reservas em moeda estrangeira e dificuldades com o serviço da dívida externa tornar-se-ão mais prementes do que a aceleração da inflação e a crescente variabilidade e distorção dos preços relativos para os governos que, nesta descrição estilizada de eventos, serão chamados populistas.

Contribuem para esse lamentável estado de coisas fatores externos e internos. Os estágios iniciais de governos populistas provavelmente testemunharam uma substancial expansão nos gastos governamentais não financiados pelo recolhimento de impostos, seja porque o aumento dos impostos é uma bandeira dos grupos de oposição, seja porque o governo considera menos importante a administração fiscal e monetária, privilegiando as reformas estruturais. Os déficits fiscais são mais freqüentemente financiados tomando-se emprestado do Banco Central do que por meio do setor privado interno ou externo. O aumento dos gastos públicos é canalizado preferencialmente para o consumo e menos para o investimento, embora possam ser registrados importantes avanços na formação de capital humano. Grandes aumentos gerais de salários também acompanham os estágios iniciais de governos populistas. Como essas medidas se farão sentir primeiro na expansão da produção, especialmente de bens de salário, e só mais tarde na aceleração da inflação (a qual poderá até cair durante os estágios iniciais do populismo), o governo será confirmado na sabedoria de sua heterodoxia. A pressão no balanço de pagamentos nesses tempos iniciais é controlada pelo fortalecimento de mecanismos administrativos de represamento de importações, diminuição de reservas e pelo levantamento de empréstimos no exterior. Até mesmo observadores simpáticos ao governo, ao alertarem contra os futuros perigos advindos de excessos nas políticas fiscal, monetária, cambial e de rendas são

renegados com a afirmação de que “agora a economia funciona diferente”. Sob tais eufóricas circunstâncias, a preocupação com eficiência econômica, a promoção das exportações e um mínimo de prudência fiscal e monetária são considerados como evidência *prima facie* de “posições reacionárias”, não apenas pela maioria dos políticos populistas, mas também pelos economistas do governo, ao darem máxima prioridade às reformas estruturais buscando uma rápida transição para uma economia centralmente planejada ou simplesmente acreditando que a eficiência econômica, a promoção das exportações e a prudência nas políticas fiscal e monetária têm pouca repercussão no bem-estar da maior parte da população do país.

Eventos externos podem ou não contribuir para a euforia dos estágios iniciais do populismo, mas frequentemente contribuem para suas dificuldades finais. Os choques externos podem advir da deterioração do intercâmbio comercial, ou serem resultado de ações de governos hostis, buscando “apertar” a economia (populista). Mesmo quando os choques externos (ou ainda um interno de natureza exógena, como uma estiagem) são relativamente pequenos, podem desestabilizar seriamente uma economia já debilitada pelas conseqüências de políticas econômicas populistas.

Durante os estágios finais do populismo, haverá um consenso de que “as coisas não podem continuar assim” e de que algo deve ser feito. Do interior da coalizão populista, alguns defenderão um passo corajoso em direção ao socialismo centralmente planejado, encorajando ainda mais a fuga de capitais e uma forte queda nos investimentos privados. Os tecnocratas populistas da ala moderada poderão tentar seus próprios planos de estabilização, que virão tarde demais. A oposição atacará com todas as forças, culminando com um golpe militar.

O novo governo lança então o seu plano de estabilização, geralmente em acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI). O plano terá vários alvos: a restauração do equilíbrio no balanço de pagamentos e o cumprimento do serviço da dívida externa, o controle e a eliminação da inflação e a criação de uma estrutura de preços relativos que conduza a uma alocação eficiente de recursos. Os planos empreendidos mais recentemente são ainda mais enfáticos, até mesmo radicais, no que diz respeito à necessidade de reformas básicas, especialmente nas áreas de comércio exterior e mercados financeiros internos. Os planos mais antigos, como por exemplo dos anos 50, enfocavam principalmente os alvos de balanço de pagamentos e inflação no curto prazo, deixando em grande parte intocados o sistema de proteção e a “repressão financeira”.

Os instrumentos são bem conhecidos: limites rigorosos à expansão do crédito bancário como um todo; redução da porção desse crédito reivindicado pelo setor público; ajustamento, muitas vezes extenso e abrupto, dos preços que ficaram defasados com a inflação, especialmente o preço da moeda estrangeira e da taxa de juros; a remoção de distorções, tais como controles sobre importações e tarifas excessivas; e, sem muita coerência com a nova filosofia dominante, um tipo especial de política de rendas consistindo fundamentalmente de limites rígidos para os aumentos de salário. Alguns passos definitivos acompanharão o pacote de estabilização, tais como a renegociação da dívida externa. Naturalmente que cada plano terá alvos e instrumentos *sui generis*, mas, num dado período, suas diferenças acabam sendo menos relevantes do que suas semelhanças. As circunstâncias em que são empreendidas essas políticas não permitem um “ajuste fino” adequado dos instrumentos nem um cuidadoso seqüenciamento das diferentes medidas no tempo. A síndrome do “alguma coisa tem que ser feita”, contudo, permite às novas autoridades algum espaço de manobra; poderão, por um tempo considerável, culpar os populistas depostos pelas dificuldades econômicas e, uma burguesia aliviada, com seus direitos de propriedade garantidos, contemplará o sofrimento econômico de curto prazo com equanimidade. Os empresários, em particular, verão o restabelecimento de sua autoridade nas fábricas como uma ampla compensação pelas fracas vendas. Os grupos sociais que se opõem abertamente às novas políticas serão controlados *manu militari*.

A coerência e a firmeza com que são aplicados tais planos de estabilização não devem ser exageradas. Os regimes autoritários não estão livres de hesitações, divisões internas ou choques de personalidade. Mesmo quando não muda o ministério, as políticas podem ser significativamente modificadas, como na Argentina desde 1976. Duas visões diferentes a respeito da taxa de câmbio, por exemplo, podem alegar a condição de representante do pensamento ortodoxo: uma advogando um razoável nível de flexibilidade e outra desejando utilizar a taxa de câmbio como guia para o nível de preços em direção à estabilidade. A primeira visão, ou “velha ortodoxia”, considera a oferta de moeda como o principal determinante do nível interno de preços e orienta a taxa de câmbio para alvos de balanço de pagamentos. A “nova ortodoxia” favorece a manipulação da expansão do crédito interno como a chave para se atingir os alvos de balanço de pagamentos, compartilhando com os velhos estruturalistas a crença de que a taxa de câmbio pode influenciar o nível de preços, mas não os preços relativos. Enquanto a velha ortodoxia se baseava em modelos desenvolvidos para os grandes países industrializados, a nova ortodoxia vê as circunstâncias do Cone Sul como sendo não

muito diferentes daquelas do Benelux e da América Central. O que segue irá necessariamente abstrair as mudanças e retrocessos em planos de estabilização, voltando-se, no entanto, para a variedade de visões sobre políticas de taxa de câmbio.

Súmula

É no balanço de pagamentos que os planos de estabilização conseguem o seu mais rápido e mais evidente sucesso. Em meses, as reservas internacionais estarão subindo e os credores estrangeiros tranqüilizados. O novo balanço de capitais decorrente dos fluxos financeiros explica uma boa parte da virada no curto prazo. A renegociação da dívida, os créditos do FMI, o fim e a reversão da fuga de capitais e o fim da especulação contra uma taxa de câmbio previamente sobrevalorizada, todos contribuem na mesma direção. Essas considerações, que já eram importantes nos planos de estabilização adotados durante os anos 50, têm se tornado ainda mais importantes nas circunstâncias do final dos anos 70. Algumas características específicas de planos de estabilização empreendidos num mundo de alta mobilidade de capital financeiro serão discutidas na próxima seção.

A ajuda propiciada pela conta corrente será, no curto prazo, modesta. Uma gota no *quantum* de importações de mercadorias, contudo, pode contribuir com alguma coisa para o equilíbrio do balanço de pagamentos, mesmo no curto prazo. Uma série de forças conflitantes tem influência no *quantum* de importações: os níveis internos de produção e formação de capital; o novo preço relativo interno dos importados (por si só sujeito a influências contraditórias advindas do confronto entre a desvalorização e a liberalização com cortes nas tarifas); o custo e disponibilidade de créditos às exportações estrangeiras; e os níveis dos estoques internos de importados à época da edição do plano. O resultado líquido dessas influências é incerto e fornece uma indicação sobre se o plano de estabilização está tendo custos de curto prazo severos ou não: uma queda muito acentuada no *quantum* de importações estará provavelmente sinalizando uma queda profunda na produção e no investimento reais.

Um aumento e uma diversificação das exportações têm sido os principais alvos secundários dos planos de estabilização, com alguma variedade nos instrumentos mobilizados para esse fim. Um aumento na taxa de câmbio real aplicável às exportações constitui uma característica freqüente; também se tem procurado uma maior estabilidade da taxa de câmbio por meio de uma política de minidesvalorizações. Além disso, alguns planos introduzem ou expandem as taxações e os créditos seletivos e outros

subsídios como parte do pacote de promoção das exportações, apesar da reprovação do FMI. No curtíssimo prazo, essas medidas dificilmente se refletirão num aumento do *quantum* de exportações. Porém, seu sucesso em fazer crescer, no médio prazo, as exportações não tradicionais — freqüentemente ajudadas pelo excesso de capacidade gerado pela diminuição da demanda interna — tem se constituído uma característica mais digna de nota e um dos mais impressionantes sucessos dos planos de estabilização. As evidências indicam uma clara vitória dos otimistas da exportação.

A inflação provou ser mais resistente do que esperavam os autores dos planos de estabilização. Antes do início dos planos, a hiperinflação já estava freqüentemente à vista; não está claro se isto, *ex post*, explicaria os resultados desapontadores obtidos nessa frente, já que, por outro lado, se poderia argumentar que a própria hiperinflação provê as condições que tornam possível o seu rápido extermínio, como nos casos da Europa Central dos anos 20. Nenhum plano de estabilização do Cone Sul buscou empreender uma reforma monetária, e no curtíssimo prazo o ajustamento de preços estratégicos defasados tem, na verdade, levado freqüentemente a uma aceleração da inflação. Uma vez anunciada a “inflação corretiva”, as autoridades passam a se gabar da desaceleração dos aumentos de preços, mesmo quando esta não bate com as previsões oficiais. Mesmo o consolo de taxas de inflação sempre declinantes chega a um fim depois de mais ou menos quatro anos, sem alcançar, digamos, níveis americanos. A taxa é muito raramente trazida abaixo da faixa de 15 a 20% anuais; poderá ficar acima do que o país historicamente havia experimentado naqueles que as autoridades pintam como “os dias difíceis de antigamente”. Ironicamente, nesse frustrante estágio final, poderá haver ainda movimentos de contenção da inflação, postergando-se o ajustamento não apenas dos salários, mas também das desvalorizações e outros preços-chave, como os dos serviços públicos. Os índices padronizados de preços podem ser revistos, deixando de fora os itens cujos preços sofreram os maiores aumentos. Assim como no populismo, essas táticas acabam contribuindo para expectativas contrárias àquelas que as autoridades haviam esperado.

Mesmo nos casos em que o excesso de demanda era uma explicação plausível para as altas taxas de inflação durante o período pré-plano, seu poder explicativo declina à medida que os meses passam e se amontoam as reservas em moeda estrangeira e se torna cada vez maior o excesso de capacidade. Déficits fiscais persistentes e/ou altas taxas de crescimento da oferta de moeda fornecem poucas explicações sob condições de queda da produção e de esgotamento de créditos e saldos de caixa reais. Dificilmente

se poderia culpar um poder excessivo dos sindicatos quando os salários reais sofrem um colapso e líderes sindicais são presos, ou pior. Ainda não se tem referências muito precisas a respeito de defasagens e expectativas, remarcações crescentes, o poder monopolista na indústria e no comércio ou inflação importada. Esse estado de coisas é também encontrado nos países industrializados; o que torna único o caso do Cone Sul são as dimensões quantitativas assustadoras do problema da estagflação.

O fracasso da liberalização das importações e da redução de tarifas em conter os aumentos de preços no curtíssimo prazo tem sido desapontador; firmas comerciais muito pouco competitivas ou funcionários de alfândega recalcitrantes podem impedir um resultado esperado *a priori* e enfatizado com esperança na literatura dos anos 60. O impulso para cima dado pela desvalorização da taxa de câmbio surte efeito mais rápido do que as pressões para baixo criadas por cortes tarifários e pela eliminação de cotas de importação. De uma maneira mais geral, a Lei do Único Preço, tão importante para os modelos que fundamentam a nova ortodoxia, parece funcionar melhor no lado dos bens de exportação; é pouco nítida a linha que separa os bens de importação daqueles que não são objeto do comércio internacional, especialmente em países que viveram por muitos anos sob forte protecionismo. Uma Argentina não vira uma Holanda (ou uma Guatemala) de uma hora para a outra.

Pode-se argumentar que a inflação que persiste após o início do plano de estabilização pode ser surpreendentemente resistente; é, no entanto, acompanhada por menos distorções e alterações menos erráticas nos preços relativos do que no período pré-plano. O retorno esperado de uma estrutura de preços relativos mais racional em termos de aumento da produção real, contudo, vem muito lentamente. Em realidade, no Cone Sul tem sido mais comum ou a estagnação ou uma diminuição da produção. Dada a reestruturação dos incentivos, se poderia esperar uma queda da produção de alguns setores, como aqueles da área de produtos de importação altamente protegidos e de alguns bens não comercializados no mercado externo. Esse declínio, no entanto, é freqüentemente não só mais rápido do que o crescimento dos setores que passam a gozar de incentivos favoráveis, mas também arrasta desnecessariamente para baixo a produção de uma série de bens que não são objeto de comércio entre os países.

Não obstante o contínuo aumento de preços, um possível diagnóstico seria o de que essa situação é conseqüência de uma redução na demanda agregada, maior do que a que seria necessária para criar espaço à expansão da produção de produtos de exportação e da produção daqueles produtos de importação não comercializados no mercado externo e beneficiados com a nova

constelação de preços relativos. Esse *overkill* é uma das características econômicas mais difíceis de compreender nos planos de estabilização do Cone Sul e talvez não possa ser explicado de maneira completa sem fazer referência ao desejo das novas autoridades de “disciplinar” a força de trabalho, em parte pela criação de um mercado de trabalho favorável. Também contribuem para o *overkill* a prioridade absoluta dada à restauração do equilíbrio no balanço de pagamentos e ao encaminhamento obediente e pontual do serviço da dívida.

O corte na demanda agregada real nasce em parte de políticas já mencionadas, tais como a redução da expansão do crédito interno, tanto para o setor público quanto para o privado, e em parte dos efeitos redistributivos gerados pelo pacote de políticas, o qual produz conseqüências assimétricas nos gastos. O mais espetacular desses efeitos é a redução dos salários reais dos segmentos (anteriormente) mais bem organizados da classe trabalhadora urbana. Essa redução se reflete rapidamente numa queda no consumo de bens de salário. Os níveis dos salários reais, nessas economias, influenciam a demanda agregada tanto quanto as taxas de lucro e a competitividade internacional; no curto prazo, o efeito depressor dos cortes nos salários sobre a produção pesa mais do que o impacto de crescimento decorrente daqueles mecanismos.

O sucesso alcançado no combate à inflação, embora modesto, deve ser creditado em grande medida à política de rendas de contenção dos salários, enquanto que o sucesso no balanço de pagamentos se apóia no enfraquecimento da demanda agregada real.

A reestruturação dos preços relativos gera muitos outros efeitos redistributivos de curto prazo. Não há, *a priori*, nenhuma razão pela qual poderiam esses efeitos influenciar a distribuição de renda como um todo de maneira sistemática: os perdedores de indústrias altamente protegidas — aqueles que tinham acesso a créditos e importações artificialmente baratos — provavelmente já pertenciam a grupos de renda elevada; os produtores de bens de exportação, por outro lado, podem incluir pequenos produtores rurais. Os consumidores de gêneros alimentícios antes subsidiados das cidades podem apresentar níveis de renda mais altos do que os dos produtores rurais de alimentos. No caso do Cone Sul, contudo, o efeito líquido do pacote de políticas parece ter um efeito regressivo sobre a distribuição de renda, embora seja ainda obscuro o quadro geral. O desemprego urbano evidente, por exemplo, foi substancial no caso chileno pós-1973 e relativamente pequeno no plano argentino pós-1976. A Argentina, como a Alemanha, parece ter exportado seu desemprego para países vizinhos. A queda dos salários reais na Argentina e no Chile, que

havia começado antes da mudança de governo, foi tão profunda que não se sabia como era possível às famílias administrar seus orçamentos; no caso chileno, a combinação de salários reais declinantes e crescente desemprego por um período razoavelmente longo foi particularmente impressionante. Permanecem pouco claros os papéis dos mercados de trabalho formal e informal sob tais condições peculiares. Parece, no entanto, ter havido mudanças estruturais e um aumento da dispersão salarial.

Durante os estágios iniciais dos planos de estabilização, os mercados de ativos são especialmente voláteis, ao serem capitalizadas as mudanças esperadas nos preços relativos e nas regras do jogo. Aqueles que estão bem informados e têm acesso a créditos institucionais nacionais ou internacionais podem ganhar muito dinheiro em pouco tempo. Os ganhos de eficiência no longo prazo resultantes dessa especulação financeira são discutíveis, especialmente quando baseada no conhecimento privilegiado sobre futuras políticas oficiais. O fato de alguns poucos terem ganhos de capital sensacionais não implica uma maior disposição dos muitos de apertar os cintos.

Um corte no consumo é menos doloroso quando acompanhado por um aumento no investimento. A fragilidade verificada na formação de capital, particularmente quando o setor público toma a dianteira reduzindo seus investimentos, como no caso chileno (contrastando com o exemplo mais pragmático brasileiro), talvez seja uma das características mais decepcionantes de muitos dos planos de estabilização do Cone Sul. Um setor privado cético mostra-se receoso em assumir compromissos de longo prazo, especialmente quando o recém-liberado mercado financeiro oferece opções de investimento de alta liquidez e rentabilidade. O excesso de capacidade de muitas indústrias de produtos de importação e bens não comercializados no mercado externo não estimula a formação de capital; mas mesmo nos setores em que os incentivos são favoráveis e a capacidade limita a produção, os empresários que não têm memória curta preferem esperar a poeira assentar. Os empresários estrangeiros não serão muito diferentes: terão mais interesse em comprar papéis do que instalar maquinário e equipamento. As novas políticas de portas abertas colherão apenas resultados modestos nos investimentos estrangeiros diretos, pelo menos no curto e no médio prazo; os novos investimentos irão mais provavelmente para os recursos naturais e para as finanças e menos para a manufatura. Do ponto de vista do balanço de pagamentos, contudo, a lentidão na formação de capital como um todo se refletirá mais claramente numa queda das importações de maquinário e equipamento.

Mesmo uma constelação de preços e incentivos a investimentos perfeitamente racional não é capaz de convencer os em-

presários de que tal estrutura estará de pé no dia seguinte. Quando a racionalidade econômica é construída em cima de um regime político arbitrário, o qual pode depender da inclinação momentânea de um general, os empresários não serão facilmente persuadidos de que os preços relativos de hoje serão os do futuro. Enquanto a equipe econômica elabora políticas em cima do pressuposto de que as famílias e as firmas se comportam racionalmente, processando a informação de forma inteligente, a equipe política trata os cidadãos como incapazes de escolher seus líderes ou ler uma imprensa sem censura.

Algumas complicações adicionais do final dos anos 70

Os planos de estabilização diferem na elaboração e nas conseqüências não só de um país para outro, mas também em tempos diferentes num mesmo país. As circunstâncias externas, por exemplo, mudaram entre os planos de estabilização argentinos de 1955 e 1976 em alguns aspectos cruciais. Durante os anos 70, os impulsos inflacionários vindos do exterior tornaram ainda mais difíceis os esforços desinflacionários internos. De fato, argumenta-se freqüentemente que a inflação nos preços em dólares da cesta de bens do comércio internacional, relevantes para os países do Cone Sul, foi bem maior do que a inflação registrada pelos índices padronizados de preços nos Estados Unidos. Também aumentou durante os anos 70 a volatilidade do intercâmbio comercial; para alguns países, particularmente os importadores de petróleo como Chile e Uruguai, houve deteriorações graves no intercâmbio comercial em estágios cruciais de seus planos de estabilização. Os anos 70 também testemunharam um grande aumento da mobilidade internacional de capital de curto prazo; esta seção enfocará a questão de como esse fato influenciou os planos de estabilização do Cone Sul.

Como visto anteriormente, esses planos associavam políticas comerciais e de taxa de câmbio mais liberais com alguma liberalização dos mercados financeiros internos. Usualmente, não se tem conseguido uma liberalização completa desses mercados⁵, porém o bastante para gerar novos dilemas.

O principal dilema pode ser esquematizado como segue. As reformas de liberalização do comércio buscaram uma taxa de câmbio real mais alta e estável, de maneira que se pudesse contar menos com tarifas e com o controle sobre as importações e permitir a expansão e diversificação das exportações. A liberalização dos mercados financeiros locais tende a fazer aumentar os retornos reais sobre os ativos financeiros internos, mesmo quando o plano de estabilização logra resultados apenas modestos na luta

contra a inflação. As restrições sobre a expansão do crédito interno tipicamente acompanham as reformas, de modo que as taxas de juros locais podem superar substancialmente as externas mais a depreciação prevista da taxa de câmbio. Aqueles que detêm patrimônio, tanto residentes quanto do exterior, aumentam suas porções líquidas de ativos financeiros locais em carteira, enquanto empresários locais buscam empréstimos estrangeiros. Algumas dessas tendências já figuravam em planos de estabilização dos anos 50; desde então, entretanto, a elasticidade-juros da oferta internacional de fundos financeiros aumentou dramaticamente, tornando-se também mais fluidos e sofisticados os mercados financeiros locais.

Diante de um vínculo sem restrições entre o mercado financeiro interno e o internacional, ocorrerão grandes ajustamentos de carteira, resultando um influxo de capital. A taxa de câmbio real sofrerá valorização relativamente ao valor que teria sem esse influxo. A liberalização dos mercados financeiros internos e de seus vínculos com os externos trabalhará no sentido contrário do da promoção das exportações. Se, ao mesmo tempo, as autoridades estão dismantando os mecanismos de represamento de importações, o setor que compete com os produtos importados será duplamente danificado. Eventualmente, o ajustamento de carteira é concretizado por completo, sendo então necessário cumprir com o serviço de uma dívida líquida maior, de maneira que a taxa de câmbio real, para o deleite dos exportadores, terá que ser depreciada relativamente aos dias do influxo de capital. Num mundo em expansão, persistirão ainda alguns influxos brutos, mas as pressões na taxa de câmbio serão similares às esboçadas.

Na prática, a transição tem provado ser muito pouco suave. Muitas imperfeições permanecem; alguns segmentos do mercado financeiro local ainda são controlados, o que leva a uma alta variabilidade nas taxas de juros. A maioria das transações é de curto prazo; os esforços no sentido da construção de um mercado local de instrumentos financeiros com vencimentos superiores a alguns meses lograram pouco sucesso. Transações que requerem grandes volumes de reservas introduzem uma grande cunha entre as taxas de juros ativas e passivas quando o Banco Central não paga quaisquer juros a essas reservas. Mesmo quando a taxa passiva eventualmente se torna igual à taxa de juros externa mais a depreciação prevista para a taxa de câmbio, aqueles que têm débitos e que não possuem qualquer vínculo financeiro internacional acabam pagando as taxas de juros ativas locais, frequentemente extravagantes. Tal diferenciação entre empresários, de acordo com suas facilidades de crédito, terá conseqüências tanto na igualdade quanto na eficiência.

As autoridades do Cone Sul têm se mostrado relutantes em permitir que a taxa de câmbio flutuasse livremente; ou mantêm uma política de desvalorizações, cuja fórmula é apenas vagamente conhecida, ou anunciam com vários meses de antecedência o ritmo de depreciação gradual da taxa de câmbio. Em ambos os casos, os influxos de capital serão refletidos em mudanças nos valores de moeda estrangeira em mãos oficiais que farão crescer a oferta de moeda. Uma porção crescente da expansão de moeda local decorrerá de mudanças nas reservas cambiais, às custas da expansão do crédito interno. Quanto mais direto o vínculo entre os mercados financeiros interno e internacional, maior a perda de controle sobre a oferta de moeda. Enquanto as autoridades monetárias do Cone Sul hesitam entre a nova e a velha ortodoxia, a administração do crédito interno, das taxas de câmbio e dos fluxos financeiros internacionais, pode se tornar errática.

A experiência argentina durante os anos de 1978 e 1979 ilustra muito claramente alguns dos processos de curto prazo problemáticos que podem ocorrer nessas novas circunstâncias.⁶ As autoridades argentinas anunciaram a taxa de câmbio frente ao dólar com vários meses de antecedência, esperando que essa informação ajudasse a concentrar as expectativas inflacionárias em torno de valores menores.⁷ No início da vigência dessa política, as taxas de juros internas, ou pelo menos um grupo significativo delas, excedem substancialmente as taxas de juros externas em dólares, depois de ajustarem-se à desvalorização prevista para o peso em relação ao dólar. Ocorrem maciços influxos financeiros, provocando a expansão das reservas no Banco Central e da oferta de moeda. Essa injeção de liquidez alivia pelo menos alguns agentes pressionados pelos tetos da expansão do crédito interno. Se futuros programas de desvalorização são sensíveis ao apelo da acumulação de moeda estrangeira, de maneira que haja uma diminuição no ritmo de desvalorização do peso, certa instabilidade será introduzida, à medida que a diminuição aumenta ainda mais o interesse pelos ativos financeiros internos, levando assim a um influxo de capital ainda maior. Os exportadores e os produtores de produtos de importação anteriormente protegidos acharão essas conseqüências de curto prazo singularmente perversas e clamarão por uma desvalorização mais rápida e por subsídios. As autoridades apontarão as reservas cada vez mais guardadas como evidência de que uma desvalorização mais rápida é desnecessária, proposição esta que os devedores externos, importadores e turistas em viagem ao exterior acharão muito justa. Aqueles encarregados do combate à inflação também olharão com bons olhos a tendência de valorização, já que, sob a nova ortodoxia, espera-se que a taxa de câmbio determine o nível de preços, enquanto que a oferta de moeda é considerada endógena (sendo

a expansão do crédito interno a variável sob controle das autoridades). Mesmo que o ritmo da desvalorização não seja ajustado para baixo em função de um grande volume de reservas, os produtores de bens comercializados no mercado externo enfrentarão um difícil período de transição, durante o qual é provável que os preços dos bens não comercializados internacionalmente subam mais rapidamente do que os primeiros. Em países historicamente afetados pela falta de moeda estrangeira, o constrangimento “de rico” do tipo suíço trazido pelos influxos de capital é uma situação inusitada e uma amarga surpresa para os exportadores que esperavam que as novas políticas encorajassem suas atividades.

A discussão sobre se uma dada moeda está sobrevalorizada ou não se tornou mais complexa nos anos 70 do que já fora em anos mais remotos. Mesmo aplicando-se a simples abordagem da paridade de poder de compra (PPC) para o que deveria ser a taxa de câmbio, é preciso admitir ser também relevante um índice para os aumentos de preços “do resto do mundo”. Um problema, já levantado, é o de que os preços mundiais para a cesta de comercializados do Cone Sul parecem ter se comportado diferentemente dos índices padronizados norte-americanos (ou das Nações Unidas). Tem-se ainda que considerar as flutuações em moedas-chave para se conseguir uma taxa de câmbio efetiva corretamente ponderada. Indo além de uma simples abordagem do tipo PPC, teria que ser descontado o efeito sobre as taxas de câmbio de equilíbrio decorrente de mudanças tanto no intercâmbio comercial externo como nas políticas comerciais internas que são consideradas permanentes. Também devem ser consideradas as tendências de longo prazo nos fluxos de capital bem como avaliações sobre o crescimento da produtividade em diferentes setores da economia (por exemplo, terá havido uma mudança definitiva no crescimento da produtividade rural dos pampas?). Pessoas razoáveis podem discordar numa série dessas avaliações, uma discordância encorajada por condições mundiais de mercado erráticas e agravada por dados inconfiáveis. O forte desejo de “deixar o mercado decidir” é posto em cheque pela incerteza sobre se seria desejável uma situação livre de controles em países nos quais, apesar das recentes reformas, os mercados financeiros internos continuam limitados.

Já foi lembrado que em vários países do Cone Sul as taxas de juros locais ficaram substancialmente acima das taxas externas mais a depreciação da taxa de câmbio, mesmo quando verificados grandes influxos de capital. Uma série de hipóteses, que não serão exploradas aqui, é compatível com esse fato estilizado. Note-se, contudo, que as taxas internas de juros podem ser negativas, quando definidas em relação à inflação local, e ainda assim haver incentivos para um influxo de capital de curto prazo. Tal situação,

que prevaleceu na Argentina esporadicamente durante 1978-1979, é bem plausível quando os preços de bens não comercializados internacionalmente estão subindo mais rapidamente do que o ritmo de depreciação da taxa de câmbio e/ou quando a taxa de juros nominais “mundial” é mais baixa do que a inflação “mundial”. Note-se ainda que, nessas circunstâncias, a indexação dos instrumentos de dívida pública, de modo a fazer com que suas taxas de juros sejam positivas com relação à inflação local introduz uma rigidez para baixo nas taxas internas de juros. Essa indexação também encoraja as mudanças especulativas de um ativo financeiro para outro dependendo das expectativas inflacionárias. Pode-se dizer portanto que uma indexação generosa da dívida pública estaria “deixando pouco espaço” não apenas para a formação de capital privado, mas também para a produção de bens de comercialização externa por meio do influxo induzido de capital e a conseqüente valorização da taxa de câmbio real. Os gastos públicos financiados por essa forma de endividamento, em alguns casos (como a Argentina), mais dificilmente envolverão a formação de capital do que em outros (como o Brasil). Cumprir futuramente com o serviço dessa dívida pode ser fonte de sérios problemas.

O importante papel do endividamento público indexado na liberalização dos mercados de capitais internos, ao lado do endividamento também extensivo do setor público nos mercados de capitais internacionais, suscita a questão da mistura ótima dos dois tipos de endividamento, tanto do ponto de vista limitado das finanças públicas quanto do ponto de vista do fortalecimento e desenvolvimento das instituições do mercado de capitais local. Até o momento, os mercados de capitais domésticos parecem ser incapazes de competir com os mercados de capitais internacionais em vencimentos de médio e de longo prazo; é comum afirmar-se que no Cone Sul (e em outros países latino-americanos) os mercados de capitais internacionais ainda são usados para intermediar entre residentes locais, a não ser em transações marginais e de curto prazo.

Mesmo autoridades tão compromissadas com o *laissez faire* como as do Chile foram incapazes de lidar com as pressões advindas dos fluxos internacionais de capital de curto prazo, sem lançar mão dos depósitos compulsórios *ad hoc* sobre empréstimos estrangeiros para o setor privado, fazendo subir seus custos efetivos com juros. As autoridades brasileiras, mais pragmáticas, usaram freqüentemente essas medidas, assim como outras formas de controle sobre o câmbio, mais uma política de desvalorizações que mantém os especuladores tendo que adivinhar.

Todas essas medidas limitam os vínculos de curto prazo entre o mercado de capital internacional e o doméstico.⁸

Será todo esse sofrimento realmente necessário?

Em que outra possível situação se poderiam inserir os planos de estabilização do Cone Sul? As seções anteriores enfatizaram as difíceis condições econômicas e políticas sob as quais esses planos foram editados; não basta criticá-los com um espírito complacente de perfeccionismo a-histórico. O estado atual da teoria macroeconômica torna tal pretensão duplamente imprudente. Além disso, esses planos de estabilização incluem medidas, especialmente na área de comércio exterior, cujos detalhes e *timing* podem ser discutidos, mas cujos principais pontos de ataque vieram muito atrasados no Cone Sul. Seria trágico se aqueles que se revoltaram legitimamente contra os excessos do estado burocrático autoritário associassem esses regimes, digamos, com as políticas de promoção das exportações. Pelo menos ao se avaliar as políticas econômicas, um espírito de seletividade e comedimento deveria orientar a crítica. Os arquitetos e apologistas dos planos de estabilização do Cone Sul também se beneficiariam com essa posição; suas estridentes expressões de triunfo e alegações de superioridade científica, facilitadas pela supressão da crítica interna por meio da força bruta, são, na melhor das hipóteses, ridículas. É, na realidade, um espetáculo melancólico ver aqueles que foram treinados no livre debate e imbuídos de profundo desprezo pela irracionalidade econômica tornarem-se seguidores políticos servis e submissos de homens loucos no poder.⁹

Aceitando o fato de que algum tipo de plano de estabilização era necessário, pode-se discutir a importância dada a este ou àquele alvo, o uso feito dos variados instrumentos e o cronograma adotado no uso dos instrumentos e na consecução de objetivos.

Foi visto anteriormente que entre os principais custos dos planos de estabilização do Cone Sul figuraram a redução da produção e uma retardação na formação de capital. A austeridade imposta sobre o consumo nem sempre levou a um nível maior de investimento, mas à subutilização da força de trabalho e da capacidade instalada. É difícil aceitar que esse desperdício seja necessário como uma remissão dos excessos do passado ou como condição para uma futura eficiência. Um diagnóstico simplista como esse da inflação leva a uma redução excessivamente brusca da demanda agregada, da utilização do crédito e de políticas fiscais e de rendas. Uma fé de cunho doutrinário no investimento privado, comparado com o investimento público, contribui para esses custos. Aqui podemos comparar o caso brasileiro e o colom-

biano com o chileno; Brasil e Colômbia mantiveram programas de investimento público consideravelmente ativos, mesmo durante os planos de estabilização. Quanto mais contribuem para expandir a capacidade em setores que representam pontos de estrangulamento, ou quanto mais são adequados a uma reestruturação da economia mais eficiente, melhor; mas mesmo a construção civil, o já consagrado recurso de criação de empregos, seria preferível a uma subutilização severa do trabalho e da capacidade.

Mesmo proclamando fé ao *laissez faire*, os planos de estabilização do Cone Sul adotaram políticas de rendas, embora de um tipo não balanceado. As ações oficiais tenderam a represar os salários mais diretamente que os preços. Alguns argumentam que a competição, especialmente a do exterior, é suficiente para segurar os preços, mas que o poder do Estado é necessário para contrabalançar o dos sindicatos. Culpar o poder dos sindicatos no Cone Sul é algo vil no final dos anos 70; a fé depositada na rápida disciplina da competição parece exageradamente otimista. Como visto anteriormente, não se pode esperar que países que por muitos anos tiveram economias razoavelmente fechadas desenvolvam, de uma hora para outra, canais comerciais que efetivamente forcem o estabelecimento da lei do preço único entre o mercado interno e o externo. Pelo menos durante o período de transição, há espaço para diretrizes de preços que cubram as maiores firmas industriais e comerciais, diretrizes estas que poderiam basear-se nas projeções de mudanças nas taxas de câmbio, tarifas e preços externos. Poderiam também ajudar a concentrar as expectativas privadas sobre a inflação futura melhor do que alegações exageradas freqüentemente ouvidas no início de planos de estabilização duros. Dado o registro histórico, o objetivo de se conseguir uma estrutura de preços relativos mais racional e menos volátil e uma taxa de inflação mais previsível merece maior atenção do que o de “acabar com a inflação já”. Em países com uma tradição de estabilidade de preços, faz sentido adotar medidas extraordinárias para a supressão do início de pressões inflacionárias; mas para países com longas histórias de inflação crônica, “ataques” esporádicos de machismo monetário trarão poucos resultados positivos concretos.

Contar com uma taxa de desvalorização declinante e pre-anunciada da taxa de câmbio como o instrumento-chave para baixar a inflação também parece ser excessivamente arriscado. Uma inflação persistente nos preços de bens que não são objeto de comércio internacional pode levar à sobrevalorização. Os preços reais dos produtos de exportação podem ser tanto menos favoráveis quanto mais instáveis do que sob um regime de desvalorizações cujo ritmo não seja anunciado como nos casos do Brasil e da Colômbia. Esse último sistema tem a vantagem de que

