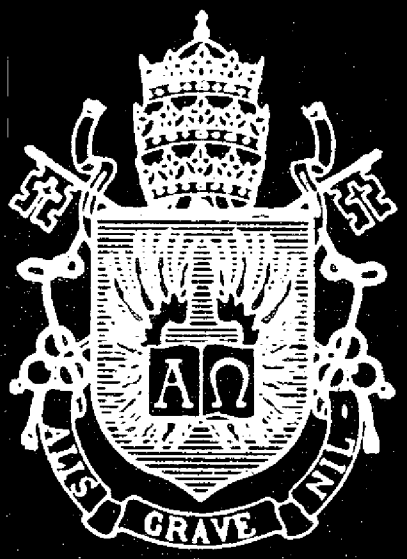


PUC

GUILLERMO ROZENWURCEL

RESTRIÇÃO EXTERNA EM ECONOMIAS SEMI-INDUSTRIALIZADAS

Um Enfoque Real e Financeiro do Caso Argentino

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro, 5 de setembro de 1986

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

RUA MARQUÊS DE SÃO VICENTE, 225 – CEP 22453

RIO DE JANEIRO – BRASIL

N.Chamada: 330 / R693r / TESE UC
Título: Restrição externa em economias semi-indu
Ex: 2-CENTRAL
2941

GUILLERMO ROZENWÚRCEL

RESTRIÇÃO EXTERNA EM ECONOMIAS SEMI-INDUSTRIALIZADAS

UM ENFOQUE REAL E FINANCEIRO DO CASO ARGENTINO

Tese apresentada ao Departamento de Economia como parte dos requisitos para obtenção do título de Mestre(ou Doutor)em Economia:

Orientador: Persio Árida

Departamento de Economia

Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro, 05 de setembro de 1986.

VC 330.924-3

PONTIFICIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
BIBLIOTECA
DO RIO DE JANEIRO
896
14/03/91
47729

330
R893e
RESERVA

A minha filha Sofía

AGRADECIMENTOS

O presente trabalho sofreu diversos adiamentos e sua conclusão não teria sido possível sem o apoio e o estímulo de vários colegas e professores.

Desejo destacar, em primeiro lugar, a dedicação de meu orientador, Persio Arida, que não obstante seus crescentes compromissos públicos, sempre encontrou tempo para ler e criticar os manuscritos, para esclarecer minhas dúvidas e para sugerir novas idéias. Cada uma das reuniões que tivemos representou para mim uma experiência de aprendizado singular, e sua influência em minha formação acadêmica reflete-se apenas parcialmente nesse trabalho. Sem dúvida, grande parte das insuficiências que este ainda apresenta é explicada pela minha incapacidade de aproveitar plenamente todos os seus ensinamentos.

Minha breve trajetória acadêmica deve-se muito a Roberto Frenkel, a sua paixão pela economia e a sua constante preocupação com a formação de novos economistas. Roberto Frenkel não só me abriu a possibilidade de realizar a pós-graduação na PUC/RJ, como também, na ocasião de meu regresso a Argentina, convidou-me para trabalhar no CEDES, onde desenvolvi boa parte desta tese. As conversas quase diárias que mantivemos desde então, contribuiram decesivamente para conformar muitas das idéias contidas nesse trabalho, especialmente aquelas referentes à temática financeira.

José María Fanelli leu várias passagens do texto,

discutiu comigo em repetidas oportunidades, e seus agudos comentários enriqueceram de maneira significativa esta versão final. Omar Caino e Mario Damill também contribuiram com importantes observações sobre diversas partes deste trabalho. Os três, ademais, integram a área de economia do CEDES, e nossa experiência de trabalho em equipe me deu a possibilidade de afirmar meus conhecimentos e se constituiu em fonte permanente de novas idéias.

Alfredo Canavese, que foi um dos meus primeiros professores nesta disciplina, e praticamente me inciou na atividade acadêmica, ajudou-me a esclarecer muitas dúvidas de última hora com sua paciente e minuciosa leitura dos manuscritos finais.

Os comentários de Edmar Bacha a dois artigos que escrevi anteriormente sobre o tema dos dois hiatos, foram de grande utilidade para este trabalho.

Vários outros professores e colegas também me ajudaram, de uma forma ou de outra, em diferentes momentos da realização da tese. Sob o risco de injustamente me esquecer de citar algum deles, não gostaria de deixar de mencionar os seguintes: José Bernardo Figueiredo, Francisco Lopes, Marco Antonio Bonomo, Julio Dreizzen, Sergio Besserman, Fabio Giambiagi e Luis Acosta. Naturalmente, sou o único responsável pelos erros que ainda subsistam no presente texto.

O trabalho de datilografia da versão original em espanhol esteve a cargo de Lea Klas e Zulma Nápoli, a quem agradeço sua eficaz colaboração.

Devo agradecer também o apoio que Eduardo Albertal e o Programa ECIEL me concederam, assim como ao Programa Nacional de Pesquisa em Economia - PNPE pela seleção de meu projeto no "Concurso Nacional de Teses 1984".

Finalmente, meu agradecimento a todos os companheiros e professores do Departamento de Economia da PUC/RJ que não nomeei anteriormente, com quem compartilhei uma singular experiência de estudo, docencia e pesquisa.

Resumo :

O objetivo desta tese foi o de desenvolver, tomando como referência a evolução da economia argentina, um marco analítico capaz de refletir as novas condições de funcionamento de uma economia latinoamericana semi-industrializada nos anos oitenta, a partir do fechamento dos mercados financeiros internacionais e da crise da dívida, buscando-se identificar as repercussões domésticas do ajustamento externo sob tais condições, com especial ênfase nos novos dilemas que esse ajustamento coloca para a condução da política econômica.

Abstract :

The main purpose of this thesis was to develop, based on the recent performance of the argentine economy, an analytical framework useful to deal with the new patterns of a Latin American semi-industrialized economy in the 80s, since the rationing of the international financial markets and the beginning of the debt crises. That framework was in turn used to identify the main domestic repercussions of the external adjustment in the new context, emphasizing the new dilemmas faced by economic policy.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO 1

CAPÍTULO I

A RESTRIÇÃO EXTERNA ANTES DA CRISE DA DÍVIDA

1. Introdução 8

2. A Restrição externa durante o processo de industrialização: os fatos estilizados 12

3. Estrutura do setor real 18

3.1. Setor industrial 19

3.2. Setor agropecuário 20

3.3. Setor externo 21

3.4. Preços relativos 22

3.5. Contas nacionais e restrição orçamentária 24

4. Restrição externa e equilíbrio parcial do setor real. 26

4.1. Funcionamento do setor real 28

4.2. Estática comparativa: ajustamento à restrição externa 34

4.3. Política cambial vs. política fiscal 37

5. Restrição externa: uma abordagem mais geral 40

5.1. Fluxos financeiros e imposto inflacionário . . . 44

5.2. Funcionamento real e financeiro da economia . . 53

5.3. Restrição externa: ajustamento por preços relativos 55

5.4. Restrição externa: ajustamento por contração de demanda 57

5.5. Avaliação de políticas econômicas em um contexto global 59

6. Conclusões 62

Apêndice 68

Notas 74

CAPÍTULO II

A RESTRIÇÃO EXTERNA A PARTIR DA CRISE DA DÍVIDA

Novos problemas e dilemas de política econômica

1. Introdução 84

2. Restrição externa na década de oitenta: os fatos estilizados 87

3. Impacto das transferências ao exterior nas contas fiscais e nos mercados financeiros 99

3.1. Efeitos do endividamento externo do governo ... 102

3.2. Mudanças nas relações financeiras 107

4. Funcionamento dos setores real e financeiro da economia 109

4.1. Ajustamento externo com inflação endógena . . . 113

4.2. Ajustamento externo com inflação exógena: e a taxa de juros como variável de controle 119

4.3. Ajustamento externo com inflação exógena: os cortes ficais 122

5. Dolarização e economia paralela 130

6. Desinflação heterodoxa, remonetização e ajuste fiscal 138

7. Conclusões 147

Apêndice 154

Notas 159

Anexo Estatístico 162

Bibliografia 177

INTRODUÇÃO

A crise da dívida, posta em evidência pela moratória mexicana em 1982, colocou novamente no centro do debate a questão dos condicionamentos externos e seus efeitos sobre o funcionamento das economias latinoamericanas.

Neste sentido, o impacto das políticas de ajustamento adotadas na maioria desses países por recomendação do FMI reascendeu a polêmica entre a visão ortodoxa (presente em tais recomendações) e o enfoque estruturalista, que havia caracterizado o debate acadêmico ao longo dos anos sessenta. Na década seguinte, contudo, esse debate parecia definitivamente superado, quando os países latinoamericanos tiveram acesso aos mercados financeiros internacionais que, por seu turno, estavam experimentando uma expansão acelerada.

O ressurgimento da restrição externa nos últimos anos, no entanto, não restabeleceu o status quo vigente nessas economias no período precedente ao de fácil acesso ao financiamento internacional.

Nessa oportunidade, aos efeitos recessivos e redistributivos do ajustamento externo, tradicionalmente apontados pelas análises estruturalistas, somaram-se, em maior ou menor grau segundo o país considerado, graves dificuldades orçamentárias no âmbito do setor público e, consequentemente, sérios desequilíbrios nos mercados financeiros, assim como uma redução significativa do investimento produtivo.

As dificuldades orçamentárias do setor público resultaram basicamente da conjugação de dois fenômenos originados no período de ampla disponibilidade de crédito internacional: a dolarização dos portfolios privados e a dimensão alcançada pelos compromissos externos do governo.

O fenômeno da dolarização, que representou o desvio de uma parte significativa dos novos fluxos de poupança privada para ativos de origem externa, subtraiu recursos para o financiamento do investimento assim como limitou a capacidade de tributação e de endividamento do governo. Os países que mais sofreram as conseqüências do fenômeno da dolarização foram aqueles que adotaram as políticas mais permissivas em matéria de movimento de capitais.

No que se refere ao problema fiscal colocado pelos compromissos externos, os países atingidos mais intensamente foram aqueles onde o saldo de divisas do governo era mais deficitário, ou seja, onde a participação da dívida pública no total da dívida externa era maior e a participação do setor público nas exportações líquidas era menor.

Considerando os três maiores devedores latinoamericanos percebe-se que o México vive intensamente o problema da dolarização mas sofre em menor grau o impacto direto dos compromissos externos sobre os gastos fiscais, uma vez que a receita oriunda das exportações de petróleo são apropriadas diretamente pelo estado. O Brasil, ao contrário, foi relativamente menos afetado pela dolarização dos portfolios privados, mas o governo é responsável por cerca de 80% dos compromissos anuais

de juros com o exterior, sem ter como contrapartida entradas significativas de divisas. Finalmente, a Argentina enfrenta simultaneamente as dificuldades resultantes de ambos os fenômenos: nos últimos anos os ativos externos do setor privado apresentaram um crescimento extraordinário, a medida em que o endividamento externo do governo aumentava em ritmo semelhante, financiando a fuga de capitais.

Tendo em mente as alterações mencionadas acima, e tomando como referência a evolução da economia argentina (que por ter experimentado os dois processos arrolados acima constitui um caso particularmente ilustrativo), o objetivo desta tese foi o de desenvolver um marco analítico capaz de refletir as novas condições de funcionamento de uma economia semi-industrializada nos anos oitenta, a partir do fechamento dos mercados financeiros internacionais e da crise da dívida, buscando-se identificar as repercussões domésticas do ajustamento externo sob tais condições, com especial ênfase aos novos dilemas que esse ajustamento coloca para a condução da política econômica.

Para alcançar o objetivo proposto adotou-se uma perspectiva comparativa. De acordo com essa perspectiva, o primeiro capítulo trata das condições de funcionamento de curto prazo da economia argentina durante o período que tem início na década de cinquenta e se interrompe em meados dos anos setenta com a abertura financeira ao exterior (período que coincide com o aprofundamento do desenvolvimento industrial argentino). Nesse capítulo é apresentada uma visão macroeconômica formalizada do referido período, que procura reter as principais idéias do enfoque estruturalista relativas ao comportamento dos fluxos re

ais da economia, mas que ao mesmo tempo busca explicitar, de modo simplificado, as principais relações financeiras estabelecidas entre o governo, o setor privado e a poupança externa.

No segundo capítulo procurou-se reformular o modelo desenvolvido no capítulo anterior, voltando uma atenção especial as mudanças operadas no orçamento do setor público e nas relações financeiras da economia durante o período de desafogo externo. Tal reformulação permite, por conseguinte, analisar a dinâmica de funcionamento e os dilemas de política econômica apresentados pela economia argentina durante o período que tem início com a crise da experiência de abertura ao exterior em 1981 e se estende até a implantação do Plano Austral em meados de 1985.

Do ponto de vista metodológico, esse trabalho concentrou a atenção em duas questões: uma relativa à formulação do modelo e outra relativa à análise de seu funcionamento.

No que se refere à formalização preferiu-se especificar as funções de comportamento da forma mais convencional possível, dispensando maior atenção à adequação dos critérios de agregação de bens, ativos e agentes em relação as características estruturais mais relevantes de uma economia semi-industrializada como a argentina[1].

Deste modo, a consideração de dois setores de atividade com mecanismos distintos de formação de preços permitiu evidenciar a importância da relação câmbio/salário no sistema de preços relativos, assim como destacar as causas da grande instabilidade do referido sistema, que constitui uma das carac-

terísticas cruciais do funcionamento real da economia argentina.

A consideração explícita da restrição orçamentária do governo, por seu turno, contribuiu para esclarecer sua participação enquanto tomador de recursos nos mercados financeiros, antes e depois do temporário desafogo cambial experimentado durante o período de abertura financeira ao exterior.

A desagregação de ativos esteve basicamente voltada para evidenciar, de maneira bastante simples, o contraste entre a situação prévia e posterior à experiência de abertura ao exterior. Em função disso, a estrutura financeira apresentada no capítulo I considerou como ativos apenas o papel-moeda emitido pelo governo e os títulos de dívida emitidos pelo governo e pelo setor privado, ao passo que no capítulo II agregou-se apenas um terceiro ativo, emitido no exterior. Desta forma, ainda que a estilização adotada na primeira parte do trabalho reflita com razoável fidelidade o desenvolvimento insuficiente do sistema financeiro até meados da década de 1970, deve-se levar em conta que a formalização do modelo efetuada na segunda parte constitui uma simplificação radical da teia de relações financeiras criada a partir de então como resposta à política de liberalização financeira implementada num contexto de altas taxas de inflação. A formalização empreendida nesses moldes justifica-se apenas nos marcos dos objetivos definidos por este trabalho.

Finalmente, no que diz respeito à análise propriamente dita, apelou-se para o enfoque da macroeconomia de desequilíbrio[2]. A escolha deste enfoque deveu-se ao interesse em considerar de modo explícito os dilemas de política econômica

colocados pelos desequilíbrios externos quando os mecanismos automáticos de ajustamento não operam satisfatoriamente, como ocorre comumente nas economias semi-industrializadas.

Por esta razão, a taxa de câmbio e os salários nominais (os preços relevantes da parte real do modelo) são considerados variáveis exógenas, sendo a primeira fixada pelo governo e a segunda determinada independentemente dos excessos de oferta ou de demanda no mercado de trabalho. Pela mesma razão, a dimensão financeira da análise levou em consideração a possibilidade de que o ajustamento externo ocorresse com taxa de juros fixa, além de dispensar especial atenção ao imposto inflacionário e ao racionamento de crédito como mecanismos de financiamento em desequilíbrio do setor público.

NOTAS

1. A importância deste ponto é realçada em Tobin (1969 e 1980) e Leijonhufvud (1968). Segundo este último autor "the aggregation procedure is, therefore, as important in determining the properties of an economic model as are the assumptions made about the relationships between the aggregates" (p.111).

2. Uma formulação sistemática dos princípios da macroeconomia de desequilíbrio para uma economia fechada é apresentada por Benassy (1982). Cuddington et al. (1984) estende a formulação para o caso de uma economia aberta. Arida e Bacha (1984) discutem, nesses termos, as dificuldades externas de uma economia semi-industrializada, embora o modelo se concentre sobre a parte real da economia.

CAPÍTULO I

A RESTRIÇÃO EXTERNA ANTES DA CRISE DA DÍVIDA

1. Introdução

A economia argentina é aberta e pequena. As transformações econômicas internas e externas originadas pela crise dos anos 30 e acentuadas no período do pós-guerra contribuíram para configurá-la como uma economia semi-industrializada[1].

Este capítulo trata do funcionamento de curto prazo da economia argentina, e em particular das restrições externas que o condicionaram, durante o período que se inicia na década de 1950 com o aprofundamento do processo de industrialização e o esgotamento da substituição "fácil" de importações, e termina em meados da década de 1970 com o salto da produção do setor agropecuário e a abertura financeira ao exterior.

O estruturalismo constituiu a vertente teórica que, na América Latina, desafiou o enfoque neoclássico convencional ao insistir na necessidade de se reconhecer a presença de condicionantes externos ao funcionamento das economias semi-industrializadas. Esse novo enfoque, que começou a se desenvolver na CEPAL em fins dos anos 50 e início dos 60, encontra-se em uma série de estudos sobre a economia argentina que constituem uma referência obrigatória para a análise do período em questão[2].

Esses estudos, contudo, por estarem concentrados basicamente na análise das repercussões da restrição externa sobre os fluxos reais da economia (produto, emprego, distribuição de renda), deixaram de lado as relações financeiras. O desinteresse pelas questões financeiras parece ser não apenas uma característica específica desses trabalhos, mas sim um fenômeno mais amplo, difundido de modo generalizado na literatura estruturalista quase até o momento[3].

Neste sentido, o objetivo deste capítulo é, precisamente, apresentar uma visão macroeconômica estilizada desse período que incorpore as principais idéias do enfoque estruturalista, mas que ao mesmo tempo explicite de modo simplificado as principais relações financeiras estabelecidas entre o governo, o setor privado e a poupança externa.

Ao incorporarmos a dimensão financeira a análise torna-se possível avaliar, a partir de uma perspectiva mais geral, a validade das proposições estruturalistas sobre o funcionamento do setor real da economia no período em questão.

Além disso, o capítulo I persegue um segundo objetivo talvez mais relevante que o anterior: desenvolver um marco analítico formal que seja útil para a compreensão das condições de funcionamento da economia no período posterior ao das transformações engendradas pela breve experiência de liberalização e abertura financeira ao exterior vivida na segunda metade da década de 1970. Isso é especialmente importante pois, como veremos no capítulo seguinte, as análises parciais que não contemplam a dimensão financeira da economia podem apresentar-se,

sob certas condições, não apenas incompletas (o que é verdadeiro em todos os casos e, de acordo com os objetivos perseguidos, poderia não ser tão grave), como também incorretas.

Por outro lado, as limitações ao funcionamento da economia impostas por diversos condicionamentos externos tem sido, desde o pós-guerra, uma circunstância vivida pela maioria dos países latinoamericanos. Todos eles também atravessaram, de uma forma ou de outra, o período recente de expansão dos mercados financeiros internacionais e, em quase todos os casos, enfrentam hoje severas conseqüências domésticas dos elevados níveis de endividamento externo assumidos durante esse período. Neste sentido, discutir a experiência argentina em termos de um marco analítico formal capaz de ser aplicado, com algumas modificações, a outras economias latinoamericanas semi-industrializadas, constitui ao mesmo tempo uma tentativa de contribuir ao debate sobre as transformações operadas nessas economias durante a década de 1980.

Incluindo essa introdução, o capítulo I está dividido em seis seções. A próxima seção apresenta uma breve descrição dos fatos estilizados do período em questão, que serve como pano de fundo para a análise posterior (a informação apresentada no anexo estatístico ao final do trabalho oferece um suporte quantitativo a esta descrição). Na terceira seção desenvolve-se um modelo parcial do setor real da economia. A quarta seção busca precisar o caráter da restrição externa e analisar, através do emprego do modelo mencionado, suas repercussões sobre o funcionamento do setor real. Além disso, discutem-se os efeitos de políticas de ajustamento alternativas. A quinta seção incor

pora os fluxos financeiros estabelecidos entre os agentes econômicos superavitários e deficitários. O objetivo é analisar os mecanismos que asseguram o cumprimento da restrição orçamentária a nível macroeconômico e considerar seus efeitos reais. As conclusões do capítulo aparecem na última seção. Por fim, num apêndice são apresentadas as condições de estabilidade do modelo desenvolvido no texto, e explicitadas as principais expressões analíticas correspondentes aos exercícios de estática comparativa desenvolvidos no mesmo.

2. A Restrição externa durante o processo de industrialização: os fatos estilizados

Ao longo das décadas de 1930 e 1940, o processo de industrialização da economia argentina abrangeu os ramos tradicionais e se apoiou na substituição de importações de bens de consumo. Por esta razão, o grau de abertura da economia reduziu-se drasticamente (o coeficiente de importações passou de 25% em média no quinqüênio 1925-29 para 10% no quinqüênio 1945-49). Por esse mesmo motivo, precisamente, a evolução do setor externo não constituiu um fator limitativo para a atividade econômica doméstica ao longo desse período.

A partir da década de 1950 a industrialização se intensifica, estendendo-se aos ramos dinâmicos. Este processo encerra a fase substitutiva "clássica" e estabiliza o coeficiente de importações em torno de 10%, basicamente como resultado das necessidades industriais de insumos intermediários e bens

de capital não produzidos internamente. O mercado interno permanece, no entanto, como o desaguadouro quase que exclusivo da produção manufatureira, ao passo que as exportações continuam sendo esmagadoramente de origem agropecuária[4].

Como resultado da associação estreita das importações com relação ao nível de atividade e ao investimento do setor manufatureiro, da orientação praticamente exclusiva desse setor para o mercado interno e do parco dinamismo evidenciado pelas exportações agropecuárias, por um lado[5], e devido ao escasso desenvolvimento dos mercados creditícios internacionais, por outro[6], o funcionamento da economia argentina, apesar de seu grau de abertura reduzido, torna-se desde então fortemente condicionado pela evolução de suas contas externas.

As circunstâncias que motivaram esta situação permaneceram essencialmente válidas e razoavelmente estáveis até meados da década de 1970, quando uma série de profundas transformações no contexto doméstico e internacional modificaram substancialmente a inserção do setor externo na economia argentina.

Entretanto, o desempenho efetivo da economia durante todo esse longo período não foi uniforme. Sob este ponto de vista, é possível distinguir pelo menos duas etapas bastante distintas. Convencionalmente podemos estender a primeira etapa até a crise de 1962-63: em seu transcurso a atividade produtiva e a distribuição da renda apresentaram intensas flutuações cíclicas e, em conjunto, a economia revelou uma marcada tendência a estagnação. Desde então e até a crise de 1975-76 os ciclos se atenuaram, a distribuição de renda melhorou sensivelmente e a economia cresceu a uma taxa relativamente elevada para os pa-

drões nacionais[7].

Esta transformação tão notória na performance da economia esteve estreitamente ligada a evolução de seus condicionamentos externos. Com efeito, até 1962-63 o comportamento marcadamente cíclico do financiamento externo esteve combinado com uma oferta agropecuária praticamente estagnada. Deste modo, a atividade industrial e, por conseguinte, o conjunto da atividade econômica, ficaram estreitamente vinculados ao ciclo do financiamento externo.

Incentivada por políticas "populistas" (que privilegiavam o consumo) ou "desenvolvimentistas" (que privilegiavam o investimento), cada fase ascendente do ciclo esgotava o superávit inicial e gerava déficits cumulativos na balança comercial, ao reduzir os saldos agropecuários exportáveis e induzir maiores importações de insumos e bens de capital. Enquanto o financiamento externo, em geral vinculado diretamente as operações comerciais, crescia sancionando a expansão econômica, esta se prolongava. Quando os credores externos, por quaisquer motivos, consideravam excessivo seu grau de exposição diante dos devedores locais e decidiam recuperar ao menos parte de seus créditos, o fluxo de financiamento externo se interrompia e a fase expansiva terminava mais ou menos abruptamente, dependendo da menor ou maior disponibilidade de reservas do país[8]. O ajustamento correspondente se concretizava mediante a aplicação de medidas de estabilização ortodoxas, frequentemente supervisionadas pelo Fundo Monetário Internacional[9], que envolviam a desvalorização do câmbio e a contenção da absorção doméstica, desencadeando, assim, a fase recessiva do ciclo. Dessa

forma, a economia conseguia gerar os superávits comerciais necessários para reequilibrar o setor externo. Uma vez superado o desequilíbrio externo, a economia estava pronta para iniciar uma nova fase expansiva. O fenômeno inflacionário, por seu turno, mostrava-se menos sensível às flutuações cíclicas e às políticas ortodoxas. Durante a expansão, era o mecanismo que possibilitava a mudança de preços relativos em favor dos assalariados e empresários urbanos. Durante a recessão, estimulado pelas desvalorizações cambiais, o processo inflacionário modificava os preços relativos em favor do setor agropecuário.

A partir de 1964 uma série de fatores internos e externos contribuiu para quebrar o círculo vicioso de avanços e retrocessos que haviam caracterizado a etapa anterior, apesar das condições de funcionamento da economia não terem se alterado substantivamente. Com efeito, a combinação de uma sucessão de choques de oferta favoráveis no setor agropecuário com a evolução positiva dos termos de troca que se operou mais tarde, produziu um salto nas exportações do setor. Ao mesmo tempo, a necessidade de divisas da indústria foi se tornando, para cada nível de atividade, cada vez menor em relação ao passado por duas circunstâncias: (a) o intenso processo de investimentos impulsionados pelo governo desenvolvimentista de Frondizi em fins da década de 1950 e início dos anos 60, teve um alto componente importado e limitou, ao menos temporariamente, as necessidades de importação de bens de capital, e (b) nos últimos anos da década de 1960, mas sobretudo nos primeiros anos da década seguinte, ocorreu um crescimento incipiente porém significativo das exportações de produtos industriais, que até 1974 chegaram a repre -

sentar 21% das exportações totais. Pelos motivos mencionados, a atividade econômica durante este período evoluiu de forma praticamente independente das flutuações na disponibilidade de financiamento externo, a tal ponto que no período 1964-74, inclusive nos anos de crescimento mais intenso, o saldo comercial (à exceção do ano de 1971) permaneceu sempre superavitário.

A crise de 1975-76, determinada por fatores internos e externos, marca o término dessa etapa. O primeiro choque do petróleo ainda que não tenha afetado diretamente o balanço de pagamentos do país, que era autosuficiente nesta rubrica, o fêz indiretamente ao provocar o fechamento do Mercado Comum Europeu para suas exportações de carne e induzir uma forte deterioração dos termos de troca. A situação sócio-política interna, por seu turno, impediu o governo peronista de realizar o ajuste necessário. Em meados de 1975, a tentativa de implementar uma política francamente ortodoxa por parte do ministro Rodrigo, que começou com uma maxidesvalorização de 100%, foi frustrada pela resistência sindical. Esse episódio, que passou a ser conhecido como o "rodrigazo", conseguiu apenas fixar um novo piso inflacionário: desde então e até o ano de 1985 inclusive, a inflação anual praticamente nunca foi inferior a 100%.

Contudo, em um novo contexto institucional que entre outras coisas bloqueou totalmente a ação sindical, a ditadura militar logrou superar rapidamente a crise externa. Para nossos propósitos, interessa destacar que à diferença dos planos de estabilização aplicados durante as crises externas precedentes, o ajuste de 1976, igualmente ortodoxo (a ponto de ter sido negociado com o Fundo Monetário Internacional no contexto

do acordo stand-by firmado em abril daquele ano), gerou um superávit comercial elevado às custas de uma recessão breve e relativamente moderada. E mais, crescendo a 6%, a economia conseguiria praticamente duplicar esse superávit no ano seguinte.

Esta circunstância colocou em evidência uma mudança tecnológica bastante importante que vinha sendo gestada na agricultura da região dos pampas durante os anos recentes: a incorporação de sementes híbridas ao cultivo de cereais e oleaginosas, cujo resultado foi deslocar significativamente para cima a curva de oferta do setor agropecuário[10].

Paralelamente, o novo governo decidiu iniciar em meados de 1977 uma profunda reforma institucional que objetivava liberalizar o funcionamento dos mercados financeiros. No ano seguinte a reforma se estendeu às relações financeiras externas, determinando a progressiva abertura da economia ao movimento internacional de capitais. Este processo coincidiu com a expansão acelerada dos mercados financeiros internacionais que se seguiu à primeira crise do petróleo. Essa expansão eliminou a escassez de crédito externo experimentada pelas economias latino-americanas semi-industrializadas, ao tornar a oferta de financiamento fortemente elástica à taxa de juros.

Todas essas mudanças inauguraram, conjuntamente, um breve período durante o qual não houve qualquer restrição externa que se constituísse em fator limitativo ao funcionamento da economia doméstica.

No início do ano de 1981, contudo, a experiência argentina de liberalização e abertura se interrompe abruptamen-

te em meio a uma aguda especulação cambial. Ainda que por quase um ano se sucedessem inúmeras políticas econômicas, que pretenderam inutilmente reviver esse modelo e apenas conseguiram incentivar a fuga de capitais, o conflito das Malvinas impôs finalmente o fechamento do mercado de câmbio. Poucos meses depois, em agosto de 1982, o México se declarou incapaz de continuar cumprindo seus compromissos externos e colocou em evidência a crise financeira internacional que o endividamento excessivo de um conjunto de países semi-industrializados, estando a Argentina entre eles, havia gerado.

Os acontecimentos mencionados, internos e externos, abriram lugar para o ressurgimento da restrição externa no horizonte econômico. Ocorre que as transformações operadas na economia argentina durante os anos de abertura ao exterior, acabaram alterando de modo profundo o caráter de suas repercussões domésticas.

3. Estrutura do setor real

Os modelos de um setor não refletem adequadamente certas características da estrutura produtiva argentina, relevantes do ponto de vista de seu funcionamento macroeconômico. Para fazê-lo, é preciso distinguir ao menos dois setores de atividade, que convencionalmente chamaremos agropecuário (rural) e industrial (urbano).

A distinção é importante porque na economia argen

tina ambos os setores operam sob condições substancialmente diferentes, o que torna impossível a sua agregação em um único setor assumindo constante seu preço relativo[11].

Em termos estilizados pode-se considerar que o setor urbano é não-comerciável, que seus preços são fixados a partir dos custos diretos e que a demanda determina seu nível de atividade[12]. O setor rural, ao contrário, produz bens comerciáveis, obedece a "lei do preço único" e tem seu nível de produção determinado pela oferta.

Se aceitamos que os preços respondem a mecanismos de determinação bastante diferentes em ambos os setores, também devemos admitir que a relação entre eles é variável e pode ser afetada por choques exógenos de natureza diversa e, em particular, por alterações na política econômica.

Uma formalização que contemple este fato é necessária para uma economia como a argentina, uma vez que a extrema variabilidade de seus preços relativos no curto prazo é precisamente um traço decisivo de seu funcionamento.

3.1. Setor industrial

Como se trata de um setor não-comerciável, sua produção (Y) é integralmente absorvida pelo mercado interno. Para maior facilidade de análise iremos supor que o setor agropecuário não emprega insumos industriais. Pelo mesmo motivo assumiremos que toda a demanda final de origem interna está direcionada para o setor industrial. Noutros termos, não há consumo nem

investimento de origem externa[13] e, antes de chegar ao mercado final, a produção agropecuária requer algum grau de elaboração manufatureira. Assim, a demanda por bens industriais coincide com a absorção doméstica (A), integrada pelo consumo das famílias (C), pelo investimento das empresas (I) e pelo gasto corrente e de investimento do governo (G).

Na produção, o setor manufatureiro utiliza trabalho e insumos de origem agropecuária.

Dado que, por hipótese, o setor fixa preços e o mercado se equilibra via quantidades, a oferta sempre se ajusta a demanda efetiva:

$$Y = C + I + G \qquad (I.1)$$

A oferta, entretanto, determina o preço (P) aplicando-se uma margem bruta constante (m) sobre os custos unitários correspondentes ao nível de produção estimado como normal[14]:

$$P = (1 + m)\ (w_{ny} + p_x\ x_y) \qquad (I.2)$$

onde w é o salário nominal, p_x o preço doméstico dos insumos comerciáveis, n_y o requerimento normal de mão-de-obra por unidade de produto e x_y o requerimento normal de insumos comerciáveis por unidade de produto.

3.2. Setor agropecuário

Os bens produzidos por esse setor requerem apenas a utilização de mão-de-obra. Além de constituirem insumos para

o setor industrial, os produtos agropecuários são objeto de transações no comércio exterior. Como a economia é pequena, seu preço doméstico é igual a seu preço internacional (P_x^*), determinado exógenamente, convertido pela taxa de câmbio (e):

$$P_x = e\ P_x^* \qquad (I.3)$$

Ao contrário do que ocorre no setor industrial, o equilíbrio nesse setor não se dá pelo ajuste da produção interna (X^s) à demanda doméstica (X^d), mas sim através das exportações líquidas (E), que por apresentar elasticidade — preço infinita cobrem exatamente a diferença (positiva ou negativa) entre ambas:

$$E = X^s - X^d \qquad (I.4)$$

3.3. Setor externo

O saldo comercial da economia (B) é igual ao valor das exportações líquidas de produtos agropecuários. Em divisas:

$$B = P_x^*\ E \qquad (I.5)$$

A situação do balanço de pagamentos, por sua vez, pode ser representada da seguinte maneira:

$$\dot{R} = B - i^*\ DE + \dot{F} \qquad (I.6)$$

De acordo com esta expressão, a variação de reservas por unidade de tempo ($\dot{R}$) é igual ao saldo comercial, menos

os pagamentos líquidos dos juros externos (i^* DE, sendo i^* a taxa de juros internacional e DE o estoque da dívida externa líquida) mais a oferta de financiamento externo ($\dot{F}$). Para simplificar, não foram considerados na expressão (I.6) as remessas de dividendos, royalties e outros serviços financeiros da conta corrente, assim com os investimentos diretos da conta de capital.

3.4. Preços relativos

Para analisar a estrutura de preços relativos elegemos o produto industrial como numerário. O preço internacional dos bens agropecuários, por sua vez, será considerado igual a unidade ($p_x^* = 1$) para facilitar a análise.

Dividindo por P as expressões (I.2) e (I.3), e levando-se em conta a normalização dos preços internacionais, temos:

$$1 = (1 + m)\ (wr\ n_y + er\ x_y) \qquad (I.7)$$

$$pr_x = er$$

onde wr é o salário real, enquanto que o preço dos bens agropecuários em termos do produto industrial (pr_x) é igual a taxa de câmbio real (er).

Noutros termos, os preços relativos mais relevantes da economia são dois: o salário real e a taxa de câmbio real. Substituindo em (I.7), pode-se observar que ambos mantém,

ceteris paribus, uma relação inversa:

$$wr = (1 / (1+m)\ n_y) - (x_y / n_y)\ er \qquad (I.9)$$

Quanto maior (menor) a participação dos insumos comerciáveis vis-a-vis a do trabalho na produção final, mais forte (fraco) será o impacto das variações de er sobre wr.

Mesmo que os agentes econômicos estejam interessados no valor real dos salários e da taxa de câmbio, só podem decidir ou negociar os valores nominais dessas variáveis. Por esta razão é interessante expressar os valores reais de ambos os preços em função da relação entre suas magnitudes nominais. Isto é especialmente relevante para a economia argentina, onde as políticas cambiais e os processos de determinação de salários constituíram tradicionalmente os principais fatores de instabilidade do sistema de preços relativos[15]. Procedendo-se algumas manipulações em (I.7) encontramos as seguintes expressões:

$$er = \frac{e/w}{(1+m)\,((e/w)x_y+n_y)}\ ,\ \frac{\partial\ er}{(e/w)} > 0 \qquad (I.10)$$

$$wr = \frac{1}{(1+m)\,((e/w)x_y+n_y)}\ ,\ \frac{\partial\ wr}{\partial\ (e/w)} < 0 \qquad (I.11)$$

Assim, quando a taxa de câmbio cresce mais rapidamente que os salários nominais, a relação e/w sobe, o mesmo ocorre com a taxa de câmbio real, enquanto que o salário real diminui na mesma magnitude.

De que modo as mudanças na relação e/w repercutem

sobre a rentabilidade das atividades industriais e agropecuárias?

Na medida em que o mark-up permanece constante, o mesmo ocorre com o lucro real bruto unitário do setor industrial (br_y), pois:

$$br_y = 1 - (1 / 1+m)$$

e este, portanto, não é afetado pelas mudanças em e/w.

O lucro real bruto unitário do setor agropecuário (br_x), ao contrário, mantém uma relação direta com e/w. Com efeito, br_x é igual a diferença entre a receita real unitária (er) e o custo real unitário ($wr\ n_x$) do setor. Considerando (I.10) e (I.11), temos:

$$br_x = er - wr\ n_x = \frac{(e/w) - n_x}{(1+m)((e/w)x_y + n_y)}, \quad \frac{\partial br_x}{\partial (e/w)} > 0 \qquad (I.12)$$

Em suma, toda vez que a relação e/w aumenta, a taxa de câmbio real e o lucro real unitário do setor agropecuário melhoram às custas dos salários reais. O inverso ocorre quando e/w diminui. Em ambos os casos, o lucro real unitário do setor industrial permanece constante.

3.5. Contas nacionais e restrição orçamentária

A identidade entre oferta e demanda globais, expressa em termos do produto industrial, pode ser formulada da seguinte maneira:

$$Y + er\ X^{s} = A + er\ (X^{d} + E) \qquad (I.13)$$

Reagrupando os termos:

$$Y + er\ E = PIB = A + er\ B \qquad (I.14)$$

Ou seja, o produto interno da economia é, pelo lado da oferta, igual a soma do valor agregado do setor industrial e do setor agropecuário, enquanto que pelo lado da demanda, é igual a absorção doméstica mais o saldo da balança comercial.

A renda nacional (IN), por sua vez, é igual ao produto interno menos os pagamentos líquidos de serviços fatores efetuados ao exterior, que por hipótese coincidem com os pagamentos de juros externos.

$$Y + erE - er\ i^{*}\ DE = IN = A + er\ (B - i^{*}\ DE) \qquad (I.15)$$

Passando a absorção doméstica para a esquerda podemos escrever, alternativamente:

$$Y + erE - er\ i^{*}\ DE - A = IN - A = er\ (B - i^{*}\ DE) \qquad (I.16)$$

A identidade (I.16) constitui a expressão mais agregada possível da restrição orçamentária da economia. Segundo esta identidade, para que a absorção doméstica possa ser maior (menor) que a renda nacional, é preciso que a conta corrente do balanço de pagamentos seja deficitária (superavitária)[16].

PUC-RIO

4. Restrição externa e equilíbrio parcial do setor real

Com o modelo apresentado na seção anterior, nos propomos agora analisar as condições de funcionamento do setor real da economia no curto prazo. Estamos interessados em particular nas repercussões no setor real de modificações nos condicionantes externos da economia.

O enfoque será necessariamente parcial, uma vez que não levará em conta as relações financeiras domésticas. Em outras palavras, iremos supor que as variáveis financeiras são determinadas exogenamente e permanecem constantes ao longo da análise. Sob tais condições, os meios que a economia dispõe para ajustar-se a restrição orçamentária representada por (I.16) são as mudanças de preços relativos e as variações da absorção autônoma. É importante ter presente que esses meios não asseguram, por si mesmos, a consistência entre os orçamentos do governo e do setor privado. Essa é uma questão que só poderá ser tratada a partir de uma perspectiva mais geral, que inclua a dimensão financeira da economia.

Antes de procedermos a análise, caberia fazer um breve esclarecimento sobre o que entendemos quando falamos em condicionamentos externos que limitam a atividade econômica.

Em princípio, o balanço de pagamentos pode ser "fechado" de diversas maneiras, de acordo com o contexto econômico e institucional, interno e externo, sob o qual opera o setor externo da economia. A igualdade ex-post entre a oferta e a demanda de divisas aparece representada pela identidade (I.6),

que reflete a situação das contas externas.

Consideremos de modo estilizado o contexto cambial prevalescente antes da expansão dos mercados financeiros internacionais da década de 1970. Tipicamente, o crédito externo está racionado e em conseqüência o saldo da conta de capitais é determinado exogenamente. O setor público (através do Banco Central) é o único agente autorizado a acumular divisas e, obviamente, o único que pode desacumulá-las. As variações de reservas devem ser consideradas, com efeito, como uma variável de política econômica. Evidentemente, a taxa de câmbio é um preço administrado pelo Governo.

Nesse contexto, conhecidos o saldo da conta de capitais e os pagamentos líquidos de juros que devem ser feitos ao exterior, o balanço de pagamentos pode ser fechado de duas maneiras distintas: deixando que o saldo comercial seja determinado de acordo com objetivos internos em matéria de emprego e distribuição de renda enquanto que as reservas oficiais se ajustam passivamente; ou, alternativamente, fixando metas para a variação de reservas e fazendo com que a economia gere o saldo comercial requerido pelas necessidades de divisas.

Nesse caso, a possibilidade de que a atividade econômica interna seja obstaculizada por uma restrição externa está determinada conjuntamente por duas circunstâncias: o racionamento dos fundos externos e a associação negativa entre atividade econômica e balança comercial. A restrição externa se torna operativa quando não se pode recorrer ao ajustamento por meio das reservas (dado que estas são limitadas) e a única for-

ma de fechar as contas externas é ajustando o saldo comercial.

Esclarecido este ponto, passemos a análise propriamente dita.

4.1. Funcionamento do setor real

A produção industrial se ajusta, por hipótese, à demanda efetiva. Como o setor é não comerciável, seu comportamento dependerá apenas do comportamento da absorção doméstica. Esta última tem um componente autônomo ($\bar{A}$), constituído pelo investimento privado e pelo gasto público. Quanto ao consumo das famílias, para considerar as possíveis repercussões desfavoráveis das mudanças de preços relativos sobre o nível de atividade industrial, assumiremos momentaneamente que o mesmo dependa negativamente da relação e/w.

A associação negativa entre o consumo e a relação e/w está vinculada às variações que esta última provoca no nível e na distribuição da renda disponível. Com efeito, de acordo com as expressões (I.11) e (I.12), aumentos em e/w tem um impacto redistributivo inicial favorável aos empresários do setor agropecuário e desfavorável aos assalariados. Além disso, como a taxa de câmbio real também aumenta, segundo (I.10), o mesmo ocorre com as obrigações correspondentes aos juros externos líquidos pagos pelo setor privado. Por este motivo e porque os assalariados têm, por hipótese, uma propensão marginal a consumir maior que a dos empresários agropecuários, o consumo agregado começa a cair[17]. Os efeitos multiplicadores produzidos no

setor industrial diminuem a renda dos empresários desse setor e reforçam a queda do rendimento dos trabalhadores, amplificando a redução inicial do consumo. Se no setor agropecuário a oferta responde favoravelmente ao aumento em e/w, como iremos supor, os maiores rendimentos gerados nesse setor, em contrapartida, tendem a amortecer a queda acima referida.

Supondo ordens de magnitude das elasticidades e das propensões envolvidas que parecem apropriadas para a economia argentina, os efeitos depressivos irão prevalescer sobre os expansivos e o resultado final será a diminuição do consumo[18].

Em suma, o nível de atividade industrial guarda uma relação positiva com a absorção autônoma e negativa com a razão e/w:[19]

$$Y = Y\ (e/w,\ \bar{A}) \qquad (I.17)$$

A produção agropecuária, por sua vez, é determinada pelas decisões de oferta e, consequentemente, depende positivamente da relação e/w:

$$X^s = X^s\ (e/w) \qquad (I.18)$$

A demanda interna por bens agropecuários provém do setor industrial, que os emprega como insumos. Deste modo:

$$X^d = X^d\ (Y) \qquad (I.19)$$

O saldo comercial, por seu turno, é constituído pelas exportações líquidas de produtos agropecuários que, como já foi explicado, resultam da diferença entre a produção doméstica e a demanda interna. Assim, saldo comercial cresce

quando a relação e/w aumenta ou quando a atividade industrial diminui. Lembrando que $p_X^* = 1$, temos que:

$$B = E = B\ (e/w,\ Y) \qquad (I.20)$$

Para contar com uma medida adequada do nível de atividade da economia como um todo, devemos considerar, finalmente, o nível de emprego agregado (N). Isto se deve ao fato de que em uma economia de dois setores, a medida do produto interno depende do preço relativo setorial, que em nosso caso é a taxa de câmbio real.

Assumindo que a oferta de trabalho é infinitamen- elástica qualquer que seja o salário real vigente na economia , o emprego total é determinado conjuntamente pelas demandas de ambos os setores produtivos. Em um horizonte de curto prazo, tais demandas dependem apenas de seus respectivos níveis de produção. Assim:

$$N = N\ (Y,\ X^S) \qquad (I.21)$$

Recapitulando, o funcionamento do setor real da economia pode ser representado pelo seguinte conjunto de equações:

$$\dot{R} = B - i^* DE + \dot{F} \qquad (I.\ 6)$$

$$B = B\ (e/w,\ Y\ ) \qquad (I.20)$$

$$Y = Y\ (e/w,\ \bar{A}\ ) \qquad (I.17)$$

$$X^S = X^S\ (e/w\ ) \qquad (I.18)$$

$$N = N\ (Y,\ X^{S}) \qquad (I.21)$$

Quando a variação de reservas está dada ($\dot{R} = \bar{R}$), a expressão (I.6) determina o saldo comercial que deve ser gerado pela economia para fechar o balanço de pagamentos. Definida a absorção autônoma, a produção industrial e a relação e/w são determinadas conjuntamente por (I.17) e (I.20). Uma vez conhecidas estas variáveis, a produção do setor agropecuário surge de (I.18) e o emprego agregado de (I.21).

Através de (I.17) sabemos que o nível de produção industrial efetivo varia, ceteris paribus, em sentido contrário aos movimentos de e/w. Ou seja,

$$\left.\frac{\partial Y}{\partial (e/w)}\right|_{YY} < 0 \qquad (I.22)$$

Ao contrário, do ponto de vista do equilíbrio das contas externas, a produção industrial compatível com um mesmo saldo comercial varia, ceteris paribus, no mesmo sentido que e/w. Com efeito, quando e/w sobe, a produção agropecuária aumenta e com isto a disponibilidade de divisas correspondente a cada nível de produção industrial cresce, abrindo a possibilidade para que esta última também se expanda. Diferenciando (I.20) com B constante obteremos:

$$\left.\frac{\partial Y}{\partial (e/w)}\right|_{BB} = -\frac{B_{e/w}}{B_Y} > 0 \qquad (I.23)$$

Considerando esta última expressão, fica claro que o emprego agregado compatível com o saldo comercial requerido pa

ra fechar as contas externas, varia no mesmo sentido que a relação e/w. Assim, incorporando (I.23) ao diferencial de (I.21):

$$\left.\frac{\partial N}{\partial (e/w)}\right|_{BB} = N_Y \left.\frac{\partial Y}{\partial (e/w)}\right|_{BB} + N_X \frac{\partial X^S}{\partial (e/w)} > 0 \qquad \text{(I.24)}$$

A mão-de-obra efetivamente ocupada, ao contrário, pode em principio aumentar ou diminuir quando e/w sobe, devido ao fato de que as mudanças nessa relação afetam simultaneamente e no sentido inverso os níveis de atividade dos dois setores produtivos.

Colocando o argumento em termos de elasticidades, temos que aumentos em e/w serão recessivos sempre que a elasticidade do emprego industrial com relação a e/w, ponderada pela sua participação no emprego total, seja superior em valor absoluto a correspondente elasticidade ponderada do emprego agropecuário[20].

A economia argentina apresenta uma proporção bastante elevada do emprego concentrada no setor urbano e tem uma elasticidade/produto do emprego muito baixa no setor agropecuário. Estes fatores, somados à sensível reação negativa do consumo e da produção industrial as variações de e/w, e a reduzida elasticidade da produção agropecuária com relação a e/w, fazem com que seja lícito supor, como o faremos, que do ponto de vista do emprego os aumentos da relação e/w sejam recessivos. Portanto, incorporando (I.22) ao diferencial de (I.21):

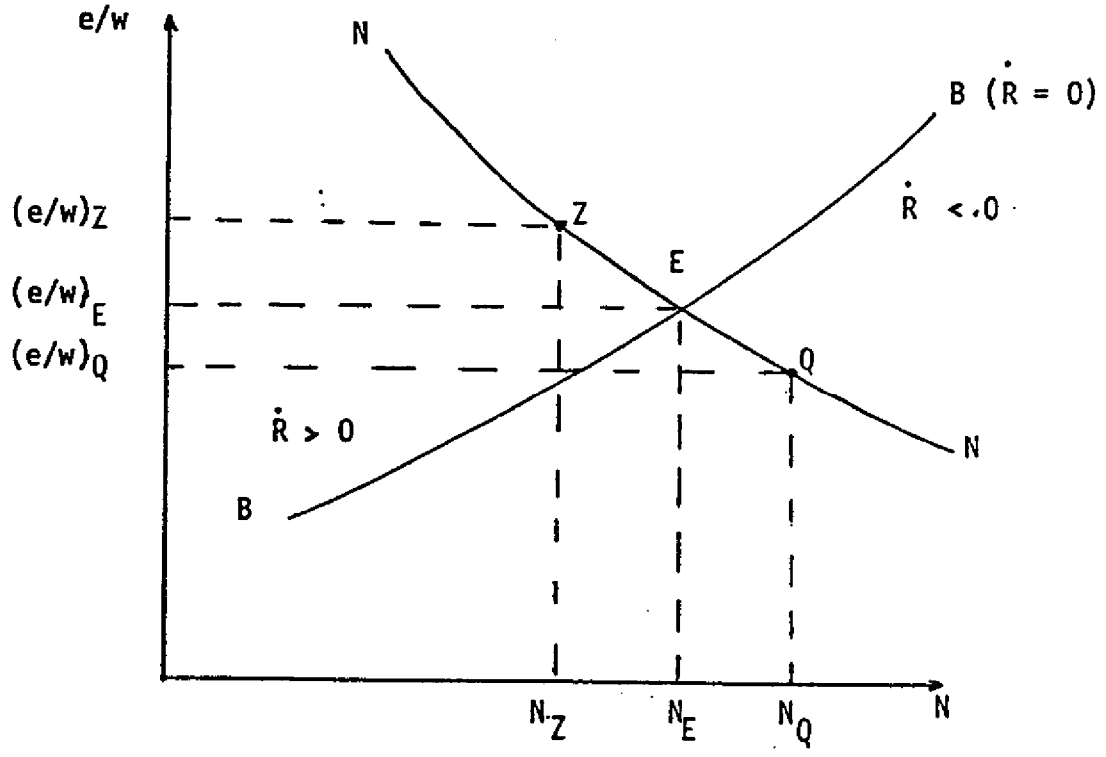
$$\left.\frac{\partial N}{\partial (e/w)}\right|_{NN} = N_Y \left.\frac{\partial Y}{\partial (e/w)}\right|_{YY} + N_X \frac{\partial X^S}{\partial (e/w)} < 0 \qquad \text{(I.25)}$$

porque supomos que

$$- N_Y \left.\frac{\partial Y}{\partial (e/w)}\right|_{YY} > N_X \frac{\partial X^S}{\partial (e/w)}$$

No gráfico 1, a curva NN indica, para um dado nível de absorção autônoma, os diferentes níveis de emprego efetivo correspondentes a cada valor de e/w. Sua inclinação é dada por (I.25). A curva BB do mesmo gráfico, cuja inclinação é dada por (I.23), expressa, em função da mesma variável, os diferentes níveis de emprego compatíveis com o resultado do saldo comercial necessário para fechar as contas externas. Para facilitar a exposição, suporemos que ao longo da curva BB a variação de reservas é nula ($\dot{R} = 0$).

GRÁFICO 1



Em termos do emprego, a economia está sempre situada sobre a curva NN. Quando se encontrar a esquerda de BB, no ponto Z por exemplo, a economia estará sacrificando o emprego e introduzindo um viés regressivo na distribuição de renda, apenas para acumular reservas ($\dot{R} > 0$). Movendo-se para E a economia poderá melhorar seu desempenho em ambos os sentidos sem se defrontar com a restrição externa.

Quando a economia estiver à direita de BB, no ponto Q, por exemplo, estará desacumulando reservas ($\dot{R} < 0$) para manter transitoriamente um nível de emprego e uma distribuição de renda insustentáveis em bases mais permanentes.

A relação $(e/w)_E$ é a relação câmbio/salário que, ceteris paribus, permite gerar o máximo nível de emprego (N_E) e a distribuição de renda mais progressiva compatíveis com uma variação nula de reservas. Implicitamente, também ficam determinados em E os níveis de produção e emprego setoriais correspondentes, o produto interno e a renda nacional.

4.2. Estática comparativa: ajustamento à restrição externa

A posição da curva BB em cada momento depende, obviamente, de uma série de fatores relacionados tanto com o contexto internacional quanto com o funcionamento interno da economia. Nesse sentido, na medida em que a disponibilidade de financiamento externo aumente ou que a taxa de juros externa diminua, a curva BB se desloca para a direita. Choques de oferta

favoráveis no setor agropecuário (que aumentam a produção do setor por unidade de emprego) ou menores coeficientes de utilização de insumos comerciáveis na produção industrial, também deslocam a curva BB para a direita. Em qualquer caso, o emprego pode aumentar sem que se altere a relação câmbio/salário e sem que as reservas variem.

A posição da curva NN, por sua vez, em cada momento depende do nível de absorção autônoma. Quando esta última aumenta (diminui) a curva NN se desloca para a direita (esquerda) e o emprego efetivo aumenta (diminui) sem que a relação câmbio/salário varie.

Podemos analisar agora, em termos de estática comparativa, de que maneira a economia deve se ajustar quando sua situação externa se deteriora. Este último fenômeno pode ocorrer tanto por um aumento da taxa de juros internacional como por uma redução do financiamento externo disponível. Consideremos, a título de exemplo, este segundo caso.

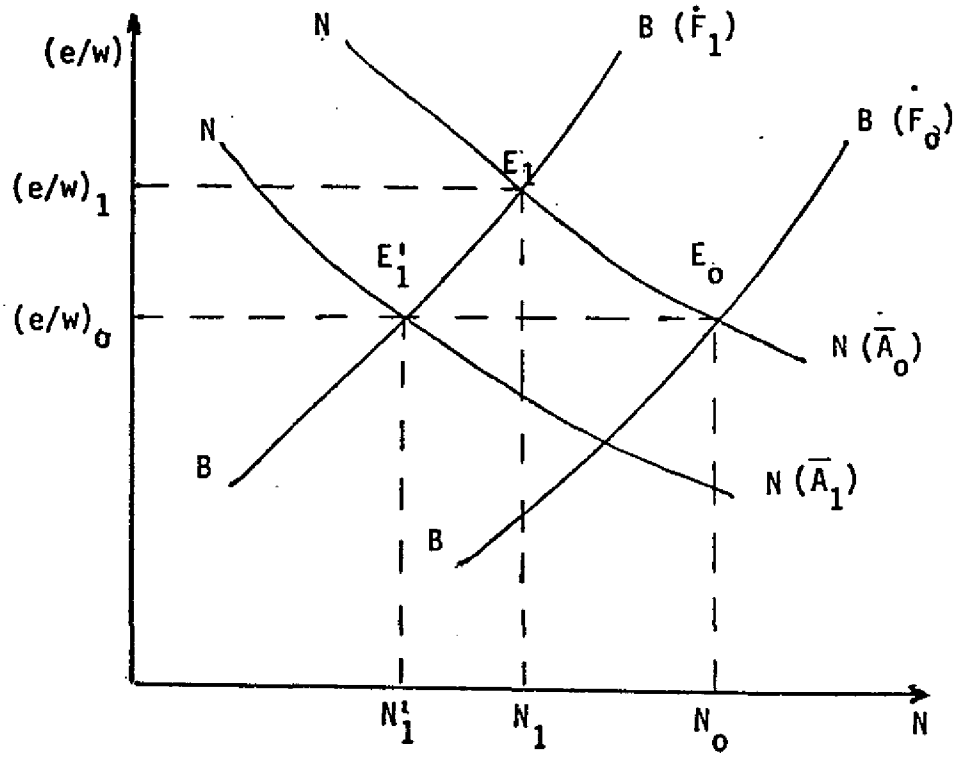
O saldo inicial da conta de capitais é $\dot{F}_o$. Quando se reduz para $\dot{F}_1$ a curva BB se desloca para a esquerda[21].

Para se manter no ponto E_o, onde estava situada no começo, ou em qualquer ponto à direita de BB ($\dot{F}_1$) no gráfico 2, a economia precisa desacumular reservas. O ajustamento interno, portanto, deverá ser mais rápido quanto menor for a disponibilidade inicial de divisas.

Se este ajustamento ocorrer exclusivamente através da mudança de preços relativos, a relação câmbio/salário de-

ve aumentar para que as exportações líquidas cresçam. Este fato será o resultado da diminuição do consumo e da expansão da oferta de produtos agropecuários[22]. Em termos do emprego, o ajustamento será recessivo uma vez que, como já foi dito, estamos supondo que o impacto desfavorável do aumento em e/w sobre o emprego industrial é, em valores absolutos, maior que seu impacto favorável sobre o emprego agropecuário. No gráfico 2, a economia irá se deslocar ao longo da curva NN ($\bar{A}_o$), de E_o até E_1. Quando esta posição for alcançada, não haverá mais perda de reservas.

GRÁFICO 2. ESTÁTICA COMPARATIVA ($\dot{F}_1 < \dot{F}_o$ e $\bar{A}_1 < \bar{A}_o$)



4.3. Política cambial vs. política fiscal

Usualmente as recomendações ortodoxas aconselham que a política cambial e salarial, cuja tarefa é elevar a relação e/w, seja acompanhada por medidas fiscais restritivas.

Para contemplar esta possibilidade, suponhamos que o governo decida reduzir o gasto público. A curva NN que passa por E_o corresponde a um nível $\bar{A}_o$ de absorção autônoma. A medida que o gasto público diminui, a curva NN se desloca para a esquerda. Se a relação câmbio/salário se mantiver constante em $(e/w)_o$, para que a economia deixe de perder reservas, é preciso que o gasto do governo se reduza até lograr que a nova curva NN passe por E_1'. Neste ponto, que corresponde a um nível de absorção autônoma inferior ao inicial, o emprego agregado é N_1', ainda menor que o resultante do ajustamento pela via dos preços relativos (N_1).

Torna-se evidente, por outro lado, que qualquer mix de política que combine aumentos em e/w com medidas fiscais restritivas, conduzirá a economia para algum ponto no trecho $E_1\ E_1'$ da curva BB ($\dot{F}_1$). Quanto maior o peso das medidas fiscais restritivas na combinação adotada, maior será a queda no nível de emprego e mais próxima de E_1' estará a economia. Noutros termos, as políticas fiscais de caráter contencionista apenas reforçam os efeitos recessivos provocados pelo aumento da relação e/w. Cabe observar que este corolário será válido sempre que a curva BB apresente uma inclinação positiva, ou seja, sempre que a oferta agropecuária revele alguma sensibilidade, por menor que seja, à relação câmbio/salário.

Por que, então, as políticas ortodoxas de ajustamento incluem medidas fiscais de contenção da absorção doméstica?[23]

Em primeiro lugar, a justificativa teórica dessas políticas baseia-se, implícita ou explicitamente, em modelos unisetoriais onde a economia está sempre em pleno emprego e a desvalorização cambial tem efeitos inequivocamente expansivos. Neste marco, o desequilíbrio externo é interpretado, em todos os casos, como o resultado de uma economia que está "vivendo além de seus próprios recursos". Em outras palavras, a direção de causalidade vai sempre do excesso de absorção doméstica (relativo a renda de pleno emprego) ao déficit em conta corrente. A partir desse diagnóstico invariável, deduz-se que para reequilibrar o setor externo é preciso corrigir os preços relativos e, simultaneamente, reduzir a absorção doméstica. O aumento da relação e/w, com efeito, modifica a composição do gasto interno e externo em favor da produção doméstica e tende a melhorar o saldo comercial. Mas como a economia está em pleno emprego, o aumento de e/w amplia o excesso de demanda. Portanto, para que a melhora do saldo comercial se concretize, também se faz necessário reduzir a absorção doméstica a níveis compatíveis com a renda de pleno emprego[24].

Erros de diagnóstico não são, contudo, a única resposta a pergunta colocada acima. No próprio marco analítico que propusemos, existem ao menos outras duas possibilidades.

A primeira envolve o surgimento de conflitos distributivos que, como se sabe, constituem um fenômeno sempre la-

tente na sociedade argentina. Deste modo, ao longo do trecho E_1 E_1', pontos mais próximos a E_1' representam menores níveis de emprego mas salários reais mais elevados para os trabalhadores. A massa salarial total pode inclusive aumentar a medida que a economia se aproxima de E_1', caso a elasticidade do emprego com relação a e/w seja suficientemente pequena ao longo da curva BB. Noutros termos, a escolha do mix de política não é neutra em termos distributivos. Desta forma, quanto mais intensa for a resistência salarial oferecida pelos trabalhadores, mais difícil será para a política cambial (e salarial) elevar a relação e/w, e maior deverá ser, consequentemente, o componente fiscal das políticas de ajustamento[25].

A segunda possibilidade, também relevante no caso argentino, está relacionada com a dinâmica temporal da economia. Com efeito, o impacto positivo que o aumento da relação e/w exerce sobre o saldo comercial, tanto através da oferta agropecuária como pela via da absorção doméstica, normalmente demora um certo tempo para se manifestar completamente. Ao contrário, o impacto das políticas de demanda (particularmente dos cortes fiscais) sobre a absorção doméstica e sobre a balança comercial é geralmente mais imediato. Ou seja, a velocidade de ajustamento do saldo comercial às políticas de demanda costuma ser maior que a correspondente à política cambial (ainda na ausência de resistência salarial). Neste caso, tomando o gráfico 2 como referência, o tempo que a economia leva para passar do ponto E_o ao ponto E_1 é maior que aquele requerido para alcançar E_1'. Deste modo, se as reservas disponíveis são escassas e o período de ajuste deve ser forçosamente breve, prevalescerão ao menos inicial-

mente as políticas de demanda. Estando sobre a curva BB ($\dot{F}_1$), o governo poderá relaxar o controle sobre a demanda agregada a medida em que comecem a se fazer sentir os efeitos da política cambial.

Se o objetivo do governo é minimizar o impacto do ajustamento sobre o emprego, dadas as novas condições impostas pela situação externa, sua política deveria ser, em princípio, a de impulsionar a economia até posições à direita de E_1 sobre a curva BB ($\dot{F}_1$). Neste caso, as políticas de demanda acabariam sendo mais expansivas que as adotadas quando a restrição externa mostrava-se menos aguda e a economia funcionava em E_o, sobre a curva BB ($\dot{F}_o$). Evidentemente, esta última conclusão contradiz as recomendações ortodoxas de política econômica comentadas acima.

5. Restrição externa: uma abordagem mais geral

Até aqui nossa análise esteve voltada para o setor real. Para incorporar a dimensão financeira é necessário, inicialmente, formular a restrição orçamentária da economia de modo que os orçamentos do governo e do setor privado sejam especificados. Isto é possível desagregando, em (I.16), a renda nacional e a absorção doméstica nas parcelas que correpondem aos setores público e privado, respectivamente. Devemos ainda realizar algumas hipóteses adicionais sobre a composição dos gastos e das rendas de ambos os agentes.

Em primeiro lugar, iremos supor que todas as relações diretas com o exterior são de responsabilidade do setor privado. Isto significa não só que o comércio exterior está nas mãos de agentes privados, mas também que os mesmos assumem a totalidade da dívida externa e pagam os juros correspondentes[26]. O setor público, portanto, emite somente títulos de dívida interna. Esta especificação, ainda que bastante restritiva, é conveniente para ressaltar as características estilizadas do período que estamos considerando, especialmente em contraposição ao período posterior a abertura financeira, do qual trataremos no capítulo seguinte.

Desta forma, se desagregarmos a absorção doméstica em seus três componentes, somarmos e subtrairmos ao termo da esquerda da identidade (I.16) os impostos cobrados pelo governo (T) e os juros pagos pela dívida externa (i DI_g/P, onde i é a taxa de juros nominal da dívida pública interna e DI_g/P o estoque pre-existente da mesma em termos reais) e reagruparmos os termos, temos:

$$(S-I) - (G + i\ (DI_g/P) - T) = er\ (B - i^*\ DE) \qquad (I.26)$$

onde S, a poupança do setor privado, é definida da seguinte maneira:

$$S = Y + erE + i\ (DI_g/P) - T - er\ i^*\ DE - C \qquad (I.27)$$

O primeiro parêntesis de (I.26) reflete a diferença entre a renda e os gastos do setor privado e constitui o superávit orçamentário deste setor, que obviamente pode ser positivo ou negativo.

Analogamente, o segundo parêntesis espelha a diferença entre os gastos e as receitas do governo definindo, portanto, o déficit fiscal (DF):

$$DF = G + i\ (DI_g/P) - T \qquad (I.28)$$

Naturalmente, DF também pode ser negativo ou positivo.

A identidade (I.26) afirma simplesmente que a diferença entre o superávit orçamentário do setor privado e o déficit fiscal deve ser coberta pelo saldo em conta corrente do balanço de pagamentos. Quando for deficitário, o saldo em conta corrente representa poupança externa líquida positiva para a economia. Caso contrário, representa poupança externa líquida negativa (despoupança).

Se tanto o setor privado quanto o governo são, por exemplo, deficitários, obviamente a conta corrente também o será (poupança externa positiva). Mas também pode ocorrer que um dos agentes, o governo, por exemplo, seja deficitário enquanto que o outro, no caso o setor privado, seja superavitário. Nesta circunstância, o saldo do conta corrente será negativo (positivo) sempre que o déficit fiscal for maior (menor) que o superávit orçamentário privado.

Para visualizar mais facilmente os fluxos financeiros da economia convém reescrever a expressão (I.26) de forma um pouco diferente. Já vimos que, do lado esquerdo da identidade, o primeiro termo corresponde ao superávit orçamentário privado e o segundo ao déficit fiscal. O saldo em conta corren

te do balanço de pagamentos, que aparece do lado direito, pode, por sua vez, ser expresso a partir da identidade (I.6) como a diferença entre a variação de reservas e o saldo da conta de capitais:

$$B - i^* DE = \dot{R} - \dot{F} \qquad (I.29)$$

Por outro lado, como o setor público não mantém relações comerciais ou financeiras com o exterior, a poupança externa que entra como contrapartida dos desequilíbrios na conta corrente do balanço de pagamentos é integralmente recebida pelo setor privado. Este último opera como intermediário entre o setor externo e o setor público, sempre que seu déficit orçamentário for inferior ao financiamento externo, criando crédito interno como contrapartida de seus passivos externos. Este mecanismo também opera, a fortiori, quando o setor privado é superavitário.

Consequentemente, substituindo (I.27), (I.28) e (I.29) em (I.26), subtraindo $\dot{R}$ de ambos os membros e agrupando convenientemente, teremos:

$$DF + er\dot{R} = S' - I \qquad (I.26')$$

onde S' é definida da seguinte maneira:

$$S' = Y + erE + i(DI_g/P) - T - er\,(i^* DE - \dot{F}) - C \qquad (I.30)$$

De um lado, a identidade (I.26') explicita que a acumulação de reservas aumenta as necessidades de financiamento interno do governo[27]. De outro, coloca em evidência que o financiamento externo aumenta a oferta agregada de financiamento

interno do setor privado (S').

5.1. Fluxos financeiros e imposto inflacionário

As alternativas disponíveis ao governo para fazer frente as suas necessidades de financiamento (déficit fiscal e acumulação de reservas) e ao setor privado para aplicar seus excedentes, dependem da estrutura financeira da economia.

Suponhamos que o setor público possa cobrir suas necessidades financeiras emitindo moeda (que não rende juros) ou vendendo títulos da dívida interna (que rendem juros) às famílias. Estas últimas, além de emprestar ao governo também financiam o investimento das empresas comprando títulos da dívida privada.

Para facilitar a análise, suporemos que os títulos da dívida pública e privada são substitutos perfeitos nos portfolios das famílias. Podemos considerar, então, que ambos oferecem a mesma taxa de juros[28].

De acordo com nossa hipótese, em consequência, a economia conta com dois mercados financeiros domésticos: o mercado de dinheiro e o mercado de crédito. Esta é uma estilização simples da estrutura financeira prevalescente durante o período que estamos analisando, anterior a abertura financeira da segunda metade dos anos setenta, mas é adequada para nossos propósitos.

Parafraseando Tobin (1982), a estratégia convencional para analisar as condições de funcionamento dos mercados financeiros tem sido a de fazê-lo em termos do equilíbrio de estoques, independentemente de novos fluxos de poupança. Ainda que os detentores de riqueza decidam simultaneamente sobre a composição de seus portfolios de ativos (estoques) e sobre a acumulação de nova riqueza (fluxos), o modelo IS-LM não especifica as formas alternativas que esta acumulação pode tomar. Uma das conseqüências mais deletérias dessa estratégia foi a de ignorar de um lado, as relações entre a conta corrente e a conta de capital no balanço de pagamentos da economia (que como vimos podem impor, sob certas condições, a presença de uma restrição externa), e de outro, as relações entre o déficit fiscal e suas formas de financiamento (restrição orçamentária do governo), assim como as repercussões econômicas de ambos os fenômenos.

Como estamos especialmente interessados em abordar tais questões em nossa análise, não podemos deixar de considerar as decisões de poupança e de portfolio conjuntamente. Para tanto, é necessário que o funcionamento dos mercados financeiros seja analisado em termos do equilíbrio de fluxos, especificando, consequentemente, as funções de oferta e demanda-fluxo dos distintos ativos financeiros.

Os fluxos que importam são, obviamente, os fluxos reais. Os agentes que emitem ativos financeiros, contudo, podem determinar apenas o seu valor nominal. Com efeito, quando o governo emite moeda, por exemplo, o que aumenta, em princípio, é a circulação nominal de saldos monetários ($\dot{M}$). O que acontece com esse fluxo em termos reais ($\dot{M}/P$)? Observemos, em primei

ro lugar, que $\dot{M}/P$ pode ser expresso da seguinte maneira:

$$\frac{\dot{M}}{P} = \dot{m} + \hat{p}m \qquad (I.31)$$

Alternativamente:

$$\dot{m} = \frac{\dot{M}}{P} - \hat{p}m \qquad (I.31')$$

onde $m = M/P$ representa os saldos monetários reais em circulação, $\dot{m}$ a sua variação e $\hat{p}$ a taxa de inflação.

De acordo com (I.31') a variação dos saldos monetários reais $(\dot{m})$, que constitui para seus detentores um aumento efetivo de riqueza, é igual a variação real dos saldos monetários (nominais) menos a deterioração produzida pela inflação sobre o estoque de saldos monetários reais em circulação (o chamado imposto inflacionário). Quando a inflação é nula, essas variações são idênticas. Mas quando a inflação é positiva, o financiamento real obtido pelo governo pela sua capacidade de emitir moeda $(\dot{M}/P)$ é superior ao aumento de seu endividamento real $(\dot{m})$[29].

Um fenômeno análogo ocorre com a emissão de títulos de dívida pública ou privada $(\dot{DI})$:

$$\dot{d} = \frac{\dot{DI}}{P} - \hat{p}d \qquad (I.32)$$

A variação do estoque de títulos de dívida em termos reais $(\dot{d})$ que também representa para seus detentores, as famílias, um aumento efetivo de riqueza, é igual a variação real

do estoque nominal de títulos ($\dot{DI}/P$) menos a deterioração que a inflação produz no valor real do estoque em circulação (d). Novamente, quando a inflação é nula, as variações mencionadas coincidem. Quando a inflação é positiva, o financiamento real obtido pelos agentes que emitem títulos de dívida ($\dot{DI}/P$), empresas privadas ou governo, é superior ao aumento de seu endividamento real ($\dot{d}$)[30].

Estamos agora em condições de definir as funções de oferta e demanda-fluxo dos dois ativos financeiros considerados em nossa estilização. A oferta-fluxo de moeda em termos reais ($\dot{M}^S/P$) provém do governo e destina-se a cobrir uma proporção γ de suas necessidades financeiras.

$$\frac{\dot{M}^S}{P} = \gamma\,(DF + e\dot{rR}) \qquad (I.33)$$

A oferta-fluxo de títulos, demanda de crédito ($\dot{DI}/P$) em termos reais tem, por sua vez, duas componentes: a do governo ($\dot{DI}/P$), que se destina a cobrir a proporção restante ($1 - \gamma$) de suas necessidades financeiras, e a das empresas privadas ($\dot{DI}_p/P$) que deverá financiar seus projetos de investimentos[31]:

$$\frac{\dot{DI}^S}{P} = (\dot{DI}_g/P) + (\dot{DI}_p/P) = (1 - \gamma)(DF + e\dot{rR}) + I \qquad (I.34)$$

Os recursos disponíveis para financiar os desequilíbrios orçamentários do governo e das empresas privadas provém da poupança das famílias e podem ser canalizados como demanda - fluxo de moeda ($\dot{M}^d/P$) ou demanda-fluxo de títulos ($\dot{DI}^d/P$), os

dois únicos ativos que compõem o portfolio das famílias. Considerando (I.31) e (I.32), essas funções podem ser escritas da seguinte maneira:

$$\frac{\dot{M}^d}{P} = \dot{m}^d + \hat{p}m \qquad (I.35)$$

$$\frac{\dot{DI}^d}{P} = \dot{d}^d + \hat{p}d \qquad (I.36)$$

onde $\dot{m}^d$ representa o aumento desejado de saldos monetários reais e $\dot{d}^d$ o aumento desejado de títulos em termos reais.

Para formular a demanda-fluxo de moeda e títulos, iremos adotar as seguintes hipóteses:

a) como nosso enfoque é de curto prazo, assumiremos que os fluxos de moeda e títulos são, em cada período de análise, de magnitude desprezível em relação aos estoques reais dessas variáveis. Consequentemente, iremos admitir que estes últimos permanecem constantes dentro de cada período. Esta aproximação pode ser considerada como a versão em tempo contínuo da análise realizada por Tobin (1982) em tempo discreto[32].

b) suporemos, da forma mais convencional possível, que a demanda-fluxo agregada de saldos monetários e de títulos de dívida em termos reais será função da taxa de juros real interna ($ir = i - \hat{p}$), da taxa de inflação e da renda disponível permanente do setor privado ($\bar{IP}$) que, por simplicidade, assumiremos constante no curto prazo[33].

c) para que a análise não fique extremamente com-

plicada e para que possamos destacar claramente as repercussões dos movimentos nas variáveis financeiras sobre o funcionamento da economia, ignoraremos o efeito das variações nos preços relativos — ou seja, na relação e/w — sobre a oferta agregada de financiamento interno (S') e, em conseqüência sobre a demanda-fluxo de moeda e títulos. Isto supõe, naturalmente, que a análise não levará em conta mais adiante a influência da relação e/w sobre o consumo agregado.

De acordo com essas hipóteses, portanto, a demanda-fluxo de saldos monetários reais será expressa da seguinte forma:

$$\dot{m}^d = \dot{m} \ (ir, \ \tilde{p}, \ \tilde{IP}) \qquad (I.37)$$

onde se supõe que $\dot{m}_{ir} < 0$, que $\dot{m}_{\tilde{p}} < 0$ e que $\tilde{IP}$ permanece constante.

Substituindo (I.37) em (I.35):

$$\frac{\dot{M}^d}{P} = \dot{m} \ (ir, \ \tilde{p}, \ \tilde{IP}) + \tilde{p}m = \dot{M} \ (ir, \ \tilde{p}, \ \tilde{IP}) \qquad (I.35')$$

Portanto, a demanda-fluxo, em termos reais, de saldos monetários nominais é função das mesmas variáveis. O que acontece com essa demanda-fluxo quando aumenta, mantida constante a taxa de inflação, a taxa de juros real?

$$\dot{M}_{ir} = \dot{m}_{ir} < 0 \qquad (I.38)$$

Neste caso, a demanda-fluxo em termos reais de saldos nominais se reduz, pois o aumento desejado (ou seja, a demanda-fluxo) de saldos monetários reais diminui.

Quando a inflação se acelera, mantida constante a taxa de juros real, temos que:

$$\dot{M}_{\tilde{p}} = \dot{m}_{\tilde{p}} + m \lesseqgtr 0$$

Ou seja, a demanda-fluxo em termos reais de saldos nominais pode, em princípio, subir ou cair. Por um lado, o aumento desejado (demanda-fluxo) de saldos monetários reais diminui, mas por outro, aumenta a taxa do imposto inflacionário. Exceto na última etapa de um processo hiperinflacionário, quando o governo não consegue mais se financiar através da emissão de moeda pois o valor real dos saldos monetários tende a desaparecer, o imposto inflacionário que recai sobre a moeda aumenta na magnitude necessária para contrarrestar a diminuição da demanda-fluxo de saldos monetários reais. Portanto, admitindo que:

$$m > \left| \dot{m}_{\tilde{p}} \right|$$

temos:

$$\dot{M}_{\tilde{p}} = \dot{m}_{\tilde{p}} + m > 0 \qquad \text{(I.39)}$$

Analogamente, a demanda-fluxo em termos reais de títulos nominais também pode ser expressa em função da taxa real de juros, da taxa de inflação e da renda disponível permanente do setor privado:

$$\frac{\dot{DI}^{d}}{P} = \dot{DI}\ (ir, \tilde{p}, \tilde{IP}) \qquad \text{(I.36')}$$

Ao contrário do que ocorre com a demanda-fluxo de moeda, a demanda-fluxo real de títulos aumenta quando, mantida

constante, a taxa de inflação, a taxa de juros real sobe. Isto ocorre porque, neste caso, aumenta o incremento desejado no valor real do estoque de títulos de dívida no portfolio das famílias:

$$\dot{DI}_{ir} = \dot{d}_{ir} > 0 \qquad (I.40)$$

O impacto de um aumento na taxa de inflação, mantida constante a taxa de juros real, é, como no caso da demanda fluxo, ambíguo:

$$\dot{DI}_{\hat{p}} = \dot{d}_{\hat{p}} + d \lesseqgtr 0$$

No que segue, iremos supor que esse impacto é positivo, uma vez que a diminuição no incremento desejado do estoque real de títulos gerada pela aceleração inflacionária é menor, em valor absoluto, ao efeito que essa aceleração produz no imposto inflacionário que incide sobre os títulos da dívida interna. Ou seja, supondo que:

$$d > \left| \dot{d}_{\hat{p}} \right|$$

temos:

$$\dot{DI}_{\hat{p}} = \dot{d}_{p} + d > 0 \qquad (I.41)$$

Conforme dito acima, a oferta privada de financiamento interno (S') é igual a soma da demanda-fluxo de moeda e da demanda-fluxo de títulos. Na presença de inflação, apenas uma parte dessa oferta é voluntária: aquela que, como vimos, se materializa no aumento real dos ativos financeiros em poder das famílias. A outra parte é oferta involuntária, que resulta da desvalorização real do estoque de ativos financeiros provocada pela inflação. A primeira implica um aumento real da riqueza, a

segunda não. O que ocorre com a oferta total de financiamento quando variam as taxas de juros ou de inflação?

Com relação a taxa de juros real, iremos assumir de modo convencional que seu efeito sobre a oferta total é positivo, ou seja, que seu efeito direto sobre a demanda-fluxo de títulos é, em valor absoluto, mais forte que seu efeito cruzado sobre a demanda-fluxo de moeda. Ou seja:

$$\dot{DI}_{ir} + \dot{M}_{ir} = S'_{ir} > 0 \qquad \text{(I.42)}$$

Com relação a taxa de inflação, de acordo com (I.39) e (I.41) seu impacto sobre a oferta total também é favorável. Ou seja:

$$\dot{M}_{\hat{p}} + \dot{DI}_{\hat{p}} = S'_{\hat{p}} > 0 \qquad \text{(I.43)}$$

O impacto favorável de ambas as variáveis sobre a oferta de financiamento obedece, naturalmente, a motivos bastante diferentes. No caso de um aumento da taxa de juros real, mantida constante a taxa de inflação, o que ocorre é um crescimento da poupança interna voluntária. Quando a inflação se acelera, mantida constante a taxa de juros real, a poupança interna aumenta involuntariamente devido ao imposto inflacionário.

Igualando (I.33) e (I.35') podemos agora expressar a condição de equilíbrio no mercado monetário:

$$\gamma\ (DF + er\ \dot{R}) = \dot{M}\ (ir, \bar{p}, \bar{IP}) \qquad \text{(I.44)}$$

No mercado de crédito, a condição de equilíbrio é obtida igualando (I.34) e (I.36'):

$$(1-\gamma)\ (DF + er\dot{R}) + I = D\dot{I}\ (ir, \hat{p}, \tilde{IP}) \qquad (I.45)$$

Cabe observar que se somarmos a demanda excedente de moeda, de títulos e de divisas, obteremos a identidade (I.26) que é a restrição orçamentária da economia[34].

5.2. Funcionamento real e financeiro da economia

Antes de apresentar o modelo completo, é preciso redefinir as funções de demanda de bens levando em consideração as decisões de portfolio dos agentes, incorporadas à análise mediante a explicitação das relações financeiras da economia.

De acordo com as hipóteses adotadas nas funções de demanda-fluxo de ativos financeiros, a função consumo deverá incluir como argumentos a taxa de juros real, a taxa de inflação e a renda disponível permanente do setor privado.

$$C = C\ (ir, \hat{p}, \tilde{IP}) \qquad (I.46)$$

Considerando o impacto que a taxa real de juros e a taxa de inflação exerce, segundo nossas hipóteses, sobre a poupança das famílias, iremos supor que, ceteris paribus, o consumo diminui quando aumenta a taxa de juros real, assim como quando a inflação se acelera. Neste último caso, devido ao aumento do imposto inflacionário. A renda disponível permanente do setor privado, como já foi dito, será considerada constante.

Para simplificar a análise, manteremos o investimento privado como autônomo[35].

Portanto:

$$Y = C\ (ir,\ \hat{p},\ \tilde{IP}) + I + G \qquad (I.17')$$

As demais funções de comportamento do setor real permanecem inalteradas.

Deste modo, incorporando a dimensão financeira à análise, o modelo fica configurado pelas seguintes equações:

$$Y = C\ (ir,\ \hat{p},\ \tilde{IP}) + I + G \qquad (I.17')$$

$$X^S = X\ (e/w) \qquad (I.18)$$

$$N = N\ (Y,\ X^S) \qquad (I.21)$$

$$B = B\ (e/w,\ Y) \qquad (I.20)$$

$$\dot{R} = B - i^*\ DE + \dot{F} \qquad (I.6)$$

$$\gamma\ (DF + er\dot{R}) = \dot{M}\ (ir,\ \hat{p},\ \tilde{IP}) \qquad (I.44)$$

$$(1-\gamma)\ (DF + er\dot{R}) + I = \dot{DI}\ (ir,\ \hat{p},\ \tilde{IP}) \qquad (I.45)$$

A inclusão das condições de equilíbrio dos mercados financeiros no modelo permite endogeneizar duas novas variáveis.

A seleção dessas variáveis depende, basicamente, do diagnóstico sobre a natureza do fenômeno inflacionário. Segundo o enfoque monetarista, as duas novas variáveis endógenas seriam a taxa de juros real e a taxa de inflação, dado que a inflação é vista como consequência de desequilíbrios no mercado monetário. Mas se a inflação for resultante de conflitos distributivos, ou simplesmente se perpetuar de modo inercial pela vi-

gência de mecanismos explícitos ou implícitos de indexação[36], a inflação será uma variável exógena ao modelo. Este último,além da taxa de juros nominal, irá determinar a proporção do desequilíbrio orçamentário que é financiada através de moeda (coeficiente γ) e residualmente, a proporção que é financiada com crédito $(1 - \gamma)$[37].

Vejamos, então, o que ocorre neste modelo mais geral quando a redução do financiamento internacional acentua a restrição externa. Para facilitar a análise suponhamos, como antes, que as reservas permanecem constantes ($\dot{R} = 0$).

Como sabemos, dado $\dot{F}$,o saldo comercial que a economia deve gerar é determinado por (I.6). Se as reservas não variam, as condições de equilíbrio de ambos os mercados financeiros (equações I.44 e I.45) determinam conjuntamente a taxa de juros real, e a taxa de inflação ou o coeficiente γ. Dada a taxa de juros real e a taxa de inflação, a condição de equilíbrio do mercado de bens finais (equação I.17') determina o nível de produção industrial. Uma vez que este último seja conhecido, a função de comportamento do saldo comercial (equação I.20) determina a relação e/w e, em seguida, o nível de produção agropecuária é determinado por (I.18).

5.3. Restrição externa: ajustamento por preços relativos

A primeira observação interessante sobre o funcio

namento de uma economia como a estilizada por este modelo é a presença de uma espécie de dicotomia entre o setor real e o financeiro[38], quando as reservas internacionais permanecem constantes. Uma vez definido o déficit fiscal, o equilíbrio nos mercados de ativos financeiros é determinado independentemente do que ocorra no setor real da economia. Com efeito, se o ajustamento à restrição externa é realizado através de modificações na relação câmbio/salário, a situação nos mercados financeiros permanece, em princípio, inalterada[39]: a relação e/w aumenta, a produção agropecuária se expande e, em conseqüência, o saldo comercial melhora.

Entretanto, quando a inflação não é endógena, a análise global evidencia a presença de outros mecanismos de ajuste que operam simultaneamente com a mudança de preços relativos.

Se os salários nominais não forem flexíveis a baixa, para que a relação e/w aumente, a taxa de câmbio nominal (administrada pelo governo) deverá subir. Em termos dinâmicos, o aumento da taxa de câmbio nominal deverá ocorrer mais rapidamente que o dos salários nominais. Como resultado, a inflação irá se acelerar, com maior ou menor intensidade dependendo da maior ou menor resistência salarial.

A aceleração inflacionária afeta o funcionamento dos mercados financeiros, visto que gera *ceteris paribus* uma demanda-fluxo excedente em ambos os mercados. Portanto, para restabelecer o equilíbrio dos fluxos financeiros a taxa de juros real e o *mix* com que é financiado o déficit fiscal devem ser modificados.

Quando a inflação se acelera, a poupança involuntária das famílias, tanto sob a forma de moeda quanto de títulos, aumenta. Em função disto, diminui a poupança voluntária requerida para equilibrar as contas do governo e, consequentemente, a taxa de juros real tende a cair. Se de um lado a diminuição da taxa de juros real atua no sentido de reduzir a demanda-fluxo excedente no mercado de títulos, de outro, tende a ampliar o excesso de demanda-fluxo no mercado monetário, obrigando o governo a aumentar a proporção do déficit fiscal coberta com emissão de moeda.

A aceleração inflacionária repercute de modo desfavorável sobre o consumo e o nível de atividade industrial e, por este motivo, o saldo comercial tende a melhorar. A consequente diminuição na taxa de juros real, ao contrário, tende a elevar o consumo e o nível de atividade, exercendo o efeito oposto sobre a balança comercial. Se o impacto direto da aceleração inflacionária sobre as contas externas é mais forte que seu impacto indireto (via taxa de juros), como é razoável supor, o aumento requerido em e/w para reequilibrar o balanço de pagamentos é menor que aquele necessário em condições de inflação estável. Este aumento, contudo, tem como contrapartida o ajuste recessivo da produção industrial e um menor nível de emprego agregado[40].

5.4. Restrição externa: ajustamento por contração de demanda

Como se faz o ajustamento quando não é possível mo

dificar os preços relativos? Se a relação e/w permanecer inalterada, o peso do ajustamento recairá integralmente sobre a absorção doméstica, já que a oferta agropecuária não irá se alterar.

Em termos formais, a invariabilidade de e/w deixa o modelo sobredeterminado. Para superar esse problema, é preciso endogeneizar alguma outra variável no lugar de e/w, considerada inicialmente como exógena. Suponhamos que essa variável seja o gasto público (poderíamos considerar alternativamente a arrecadação tributária ou o investimento privado). Nesse caso, G deverá cair até que a produção industrial efetiva, definida por (I. 17') coincida com a requerida pela restrição externa, definida por (I.20) uma vez que o saldo comercial tenha sido determinado por (I.6). Obviamente, o emprego total também se reduzirá pari passu com a produção industrial. Comparado ao ajustamento por preços relativos, que sempre apresenta algum efeito favorável sobre a produção agropecuária, o ajuste fiscal é mais recessivo. Até aqui, as conclusões obtidas derivam apenas da análise empreendida para o setor real.

A diminuição do gasto público, contudo, reduz o desequilíbrio fiscal e,na medida em que o coeficiente γ permanecer constante, irá ocasionar uma menor oferta-fluxo de moeda e uma demanda-fluxo de crédito também menor.

Se a inflação for endógena, o restabelecimento do equilíbrio nos mercados financeiros ocorrerá mediante a redução da taxa de juros real e da inflação, que fazem, simultaneamente, a demanda-fluxo de moeda e a oferta-fluxo de crédito diminuir. Mas se, ao contrário, a inflação constituir uma variável exógena,

o restabelecimento do equilíbrio nos mercados financeiros irá requerer a queda da taxa de juros real e o aumento do coeficiente γ. A primeira reduz a oferta-fluxo de crédito e aumenta, ainda que em menor medida, a demanda-fluxo de moeda. O segundo faz com que o financiamento do desequilíbrio fiscal subsistente se acomode às alterações produzidas na demanda de ativos financeiros.

Em ambos os casos, o consumo tenderá a aumentar. Este último fenômeno irá ocorrer devido a redução do imposto inflacionário e a queda da taxa de juros real, caso a inflação seja endógena. Se for exógena, o consumo tenderá a aumentar apenas em função da queda da taxa de juros real. De qualquer modo, o aumento induzido no consumo, que apenas se revela na análise global, exige que a diminuição do gasto público necessária para reequilibrar o setor externo seja maior que a sugerida pela análise parcial que considera apenas o setor real.

5.5. Avaliação de políticas econômicas em um contexto global

Com objetivos comparativos, construímos o quadro abaixo que sintetiza os efeitos da diminuição no financiamento externo disponível, quer o ajustamento interno ocorra através da mudança de preços relativos (caso 1), quer o mesmo se realize mediante a redução do gasto público (caso 2).

RESULTADOS DE ESTÁTICA COMPARATIVA

(Efeitos de uma diminuição em $\dot{F}$)

Variáveis envolvidas	Ajuste por Preços Relativos (caso 1)		Ajuste Final (caso 2)	
	Inflação endógena e moeda ativa (a)	Inflação exógena e moeda passiva (b)	Inflação endógena e moeda ativa (a)	Inflação exógena e moeda passiva (b)
B	aumenta	aumenta	aumenta	aumenta
G	exógena	exógena	diminui	diminui
e/w	aumenta	aumenta (menos que em 1.a)	exógena	exógena
$\tilde{p}$	constante	aumenta*	diminui	exógena
ir	constante	diminui	diminui	diminui
γ	constante	aumenta	constante	aumenta
X^S	aumenta	aumenta (menos que em 1.a)	constante	constante
Y	constante	diminui	diminui	diminui
N	aumenta	indeterminado	diminui	diminui

* Embora a relação não esteja especificada no modelo, supomos que o aumento de e/w efetua-se através da aceleração (exógena) da inflação.

Os programas de ajustamento ortodoxos combinam, como vimos, políticas cambiais e salariais que buscam elevar a relação e/w com medidas monetárias e fiscais restritivas. Se o enfoque monetarista da economia reflete adequadamente a realidade, nosso modelo indica que a aplicação das recomendações ortodoxas terá êxito para reequilibrar o setor externo e combater a inflação, mas põe em relevo seus componentes recessivos.

A experiência argentina e de outras economias latino-americanas semi-industrializadas, contudo, não parece forne -

cer evidência significativa a favor desse enfoque. Ao contrário, a natureza dos processos inflacionários nessas economias tem um forte componente de conflito distributivo, reforçado a partir da generalização de práticas de indexação pela inércia que estas últimas lhe conferem[41].

É por essa razão que, conforme se deriva do modelo, as políticas ortodoxas conseguem habitualmente equacionar a situação do setor externo, mas só conseguem fazê-lo gerando recessão e, geralmente, acelerando a inflação.

É possível amortecer os efeitos recessivos e inflacionários das políticas de ajuste no curto prazo? Depreende-se do modelo que em princípio, se o aumento da relação câmbio/salário tem alguma repercussão favorável sobre a produção de bens comerciáveis, como parece ser o caso, a combinação de políticas cambiais e salariais para elevar e/w com medidas fiscais expansivas, poderia manter o saldo comercial requerido pela situação do balanço de pagamentos aumentando o nível de emprego. Uma das conseqüências desta política, no entanto, seria a queda do salário real e por este motivo caberia esperar resistências por parte dos trabalhadores a sua implementação.

Esta não seria a única dificuldade. As medidas fiscais expansivas, ao elevar o déficit fiscal, afetariam o funcionamento dos mercados financeiros criando oferta de moeda excedente e demanda de crédito excedente. Se a inflação se mantivesse constante seria necessário, de acordo com o modelo, aumentar a taxa de juros e diminuir a parcela do déficit financiada no mercado monetário para reequilibrar ambos os mercados. Todavia na

ausência de outras medidas, a inflação não permaneceria constante. Ao contrário, tenderia a se acelerar em função da resistência salarial (efeito não-monetarista) e eventualmente devido a pressões de demanda (efeito monetarista), acirrando as perturbações financeiras[42]. Além disso, a aceleração inflacionária provavelmente elevaria a incerteza reinante na economia. Ainda que este fator não tenha sido incorporado ao nosso modelo (que implicitamente supõe a estabilidade do estado das expectativas dos agentes econômicos), ele pode assumir uma grande importância em determinadas circunstâncias. Uma incerteza maior afetaria negativamente as decisões de produção e investimento do setor privado e poderia, inclusive, chegar a frustrar os objetivos expansivos da política econômica. Com o que foi dito, procuramos destacar a importância de se analisar as alternativas de política econômica explicitando não apenas seus efeitos diretos no setor real, mas também suas repercussões financeiras.

6. Conclusões

Neste capítulo, consideramos as repercussões no curto prazo dos condicionamentos externos sobre o funcionamento de uma economia semi-industrializada com dois setores. O modelo empregado estiliza as principais características da economia argentina durante o período de aprofundamento do processo de industrialização, anterior a experiência de abertura externa do final da década de 1970.

Desenvolveu-se, primeiro, uma análise parcial considerando apenas o funcionamento do setor real. Esta análise evidenciou, de maneira formalizada, as consequências recessivas do ajustamento imposto pelo agravamento da restrição externa. Neste sentido, o modelo incorporou uma das principais idéias do enfoque estruturalista tradicional.

Nesta análise parcial levamos em consideração dois mecanismos de transmissão da política econômica: as mudanças de preços relativos e o controle da absorção doméstica. Com relação ao primeiro, buscou-se mostrar que o ajuste externo requer a implementação de políticas cambiais e salariais orientadas para elevar a relação câmbio/salário; com relação ao segundo, que o ajuste externo requer a adoção de políticas de demanda contracionista.

A consideração de ambas as alternativas revelou duas questões importantes. Em primeiro lugar, que as mesmas não constituem políticas complementares mas sim substitutas. Em segundo lugar, e sempre que as exportações apresentem algum grau de sensibilidade a relação e/w, que o ajustamento via preços relativos é menos recessivo que o ajustamento operado através de políticas de demanda restritivas. Mas se é assim, porque os planos de ajuste ortodoxos incluem simultaneamente os dois tipos de política?

Existem, de um lado, razões teóricas. Na visão ortodoxa os desequilíbrios externos podem surgir unicamente do excesso de absorção doméstica em relação a renda de pleno emprego. Entretanto, esse enfoque assume que a desvalorização tem

efeitos expansivos inequívocos. Sob tais condições, o ajustamento externo exigiria a correção dos preços relativos e, de modo complementar, a redução da absorção doméstica.

Os erros de diagnóstico, porém, não são o único motivo. Existem também fortes razões de ordem prática, associadas a existência de conflitos distributivos e a dinâmica temporal da economia. No que se refere aos primeiros, quanto maior for a resistência salarial oferecida pelos trabalhadores, mais difícil será para as políticas cambiais e salariais elevar a relação e/w, e maior deverá ser, por conseguinte, o componente fiscal das políticas de ajustamento. No que se refere a segunda razão, como as mudanças de preços relativos costumam ter um efeito mais lento que o das políticas de demanda sobre a balança comercial, quanto mais breve for o período disponível para o ajuste, maior tenderá a ser, também, o peso dos cortes fiscais no mix de política.

Deixando de lado as dificuldades dinâmicas colocadas pela transição, a análise evidenciou que para minimizar o impacto recessivo do ajustamento, o aumento da relação e/w (uma vez produzidos os seus efeitos) deveria ser acompanhado por políticas de demanda expansivas. Como é óbvio, este resultado contradiz as recomendações de política econômica que derivam do enfoque ortodoxo.

Concluída essa análise parcial, procuramos estendê-la a um plano mais geral, incorporando as relações financeiras normalmente desconsideradas no approach estruturalista. Isto foi feito considerando-se uma estrutura financeira relativa-

mente simples, composta por um mercado de moeda e um mercado de títulos internos (mercado de crédito), através do qual são canalizadas as poupanças dos agentes superavitários, assim como financiados os desequilíbrios orçamentários dos agentes deficitários.

Apesar de sua simplicidade, essa estrutura financeira reflete razoavelmente as principais características financeiras do período histórico considerado neste capítulo.

Para não complicar a análise, e para reforçar o contraste entre o funcionamento da economia no período em questão e o período correspondente a etapa posterior à experiência de abertura ao exterior, a análise global foi desenvolvida considerando duas hipóteses opostas:

a) que no período em questão o governo não estava endividado com o exterior, ou seja, que apenas emitia títulos da dívida interna para financiar seus desequilíbrios orçamentários (deste modo, as contas fiscais ficam desvinculadas da evolução do setor externo) e,

b) que o efeito das variações na renda corrente e na sua distribuição sobre o consumo agregado, assim como sobre as demandas-fluxo de moeda e títulos não era significativo.

Ao explicitar a existência dos mercados financeiros, estivemos em condições de avaliar em um marco mais geral a validade das conclusões obtidas pela análise parcial referente as consequências domésticas do ajustamento externo.

Uma característica interessante do modelo comple-

to é que este permite considerar a taxa de inflação como variável endógena ou exógena, segundo o diagnóstico que se faça sobre a natureza do processo inflacionário. Se a inflação for tratada como variável exógena, o modelo determina endogenamente a parcela das necessidades de financiamento do governo que é canalizada para cada um dos mercados financeiros.

Uma outra característica interessante do modelo que merece ser destacada, é a formulação das condições de equilíbrio de ambos os mercados financeiros como equilíbrio de fluxos. Isto permite associar diretamente a oferta de moeda e de títulos de dívida aos desequilíbrios orçamentários dos agentes deficitários (o governo e as empresas), e considerar as demandas por esses ativos como formas alternativas de canalizar os fluxos de poupança dos agentes superavitários.

Deste modo, tornou-se possível avaliar o papel do imposto inflacionário no financiamento dos agentes deficitários e, consequentemente, distinguir a poupança voluntária (associada a acumulação real de riqueza) da poupança involuntária (que não implica tal acumulação).

Como a análise deixou claro, a possibilidade de recorrer ao imposto inflacionário como forma de captar poupança involuntária não se limita ao governo, nem está exclusivamente ligada ao direito de emitir moeda. Na realidade, essa possibilidade está aberta a todos os agentes em condições de emitir títulos de dívida com rendimentos nominais prefixados.

A análise também mostrou que a existência do imposto inflacionário (e da poupança involuntária que é sua conse

quência) é um fenômeno independente das causas que explicam a inflação.

Ainda que o enfoque global tenha contribuído com algumas colocações adicionais (sintetizadas no quadro da seção 5.5), as conclusões tradicionais do approach estruturalista (reproduzidas em nossa análise parcial) se revelaram basicamente corretas para o período considerado neste capítulo. Tal fato ajuda a explicar, até certo ponto, o relativo desinteresse da escola estruturalista pelas questões financeiras.

Contudo, como veremos no próximo capítulo com a ajuda do modelo desenvolvido neste capítulo, para compreender os novos problemas colocados pelo ajustamento externo no momento atual, é necessário superar esse desinteresse e pensar conjuntamente as dimensões reais e financeiras da restrição externa.

APÊNDICE

O objetivo deste apêndice é o de considerar as condições de estabilidade do modelo apresentado no capítulo, e o de explicitar as principais expressões analíticas correspondentes aos exercícios de estática comparativa que foram desenvolvidos.

O núcleo do modelo completo pode ser descrito através das três seguintes equações:

$$B = (e/w,\ ir,\ \hat{p},\ G) = TE \qquad (A.1)$$

$$(1-\gamma)DF = \dot{DI}\ (ir,\ \hat{p}) - I \qquad (A.2)$$

$$\gamma DF = \dot{M}\ (ir,\ \hat{p}) \qquad (A.3)$$

Para abreviar, deixamos de incluir a renda disponível permanente do setor privado como argumento das funções de demanda, pois assumimos que a mesma permanece constante.

A equação (A.1) foi obtida incorporando (I.17') e (I.20) em (I.6), supondo uma variação nula de reservas ($\dot{R} = 0$) e considerando que TE (o montante de transferências efetivas ao exterior) está definido como:

$$TE = i^*DE - \dot{F}$$

As equações (A.2) e (A.3) correspondem as equações (I.44) e (I.45), sob a hipótese de variação nula de reservas.

Para ilustrar a análise desenvolvida no texto, consi

deremos o caso em que o processo inflacionário não está associado às variações na quantidade de moeda. A taxa de inflação é, deste modo, exógena ao modelo. Ao longo do capítulo, discutimos duas possibilidades de ajustamento à restrição externa, uma por preços relativos e outra através da política fiscal.

Na primeira alternativa, as variáveis endógenas eram a relação câmbio/salário, a taxa de juros e o coeficiente γ. Suponhamos que, nesse caso, as regras dinâmicas de ajuste do sistema possam ser formuladas da seguinte maneira:

$$\frac{d(e/w)}{dt} = h_1 \quad (TE - B\ (e/w,\ ir,\ \hat{p},\ G)),\ h_1 > 0 \qquad (A.4)$$

$$\frac{d\ ir}{dt} = h_2\ ((1-\gamma)\ DF + I - \dot{DI}\ (ir, \hat{p})),\quad h_2 > 0 \qquad (A.5)$$

$$\frac{d\ \gamma}{dt} = h_3\ (\dot{M}\ (ir,\ \hat{p}) - \gamma\ DF),\quad h_3 > 0 \qquad (A.6)$$

Segundo (A.4) a relação câmbio/salário deve se ajustar positivamente aos excessos de demanda no mercado de câmbio. Ademais, de acordo com (A.5) a taxa de juros se ajusta positivamente aos excessos de demanda no mercado de crédito e, de acordo com (A.6), o coeficiente γ se ajusta respondendo aos excessos de demanda no mercado monetário.

Para simplificar a apresentação, iremos supor que o aumento da taxa de juros tem um efeito desprezível sobre a magnitude do déficit fiscal. Formalmente, esta hipótese equivale a assumir que o aumento da taxa de juros exerce um impac

to líquido favorável sobre a oferta-fluxo de crédito, de tal modo que a generalidade da análise não é comprometida. A matriz jacobiana do sistema é, portanto:

$$J_1 = \begin{bmatrix} (+) & (+) & \\ -B_{e/w} & -B_{ir} & 0 \\ 0 & -\dot{DI}_{ir} & -DF \\ 0 & \dot{M}_{ir} & -DF \\ & (-) & \end{bmatrix}$$

J_1 satisfaz as condições de estabilidade se, como assumiremos, o efeito direto de um aumento na taxa de juros sobre a demanda-fluxo de títulos for mais forte que seu efeito cruzado sobre a demanda-fluxo de moeda:

$$tr\ J = -B_{e/w} \overset{(+)}{-} \dot{DI}_{ir} - DF < 0$$

$$B_{e/w}\ \dot{DI}_{ir} > 0$$

$$\det J = -B_{e/w} DF\ (\dot{DI}_{ir} + \dot{M}_{ir}) < 0 \text{ dado que } \dot{DI}_{ir} + \dot{M}_{ir} = \dot{S'}_{ir} > 0$$

Por outro lado, um aumento das transferências efetivas ao exterior terá o seguinte impacto sobre as variáveis endógenas:

$$\frac{\partial (e/w)}{\partial TE} = \frac{1}{B_{e/w}} > 0$$

$$\frac{\partial ir}{\partial TE} = 0$$

$$\frac{\partial \gamma}{\partial TE} = 0$$

Todavia, conforme mostramos no texto, as políticas orientadas para elevar a relação e/w podem acelerar o processo inflacionário. O impacto dessa aceleração sobre as variável endógenas é, ceteris paribus, o seguinte:

$$\frac{\partial ir}{\partial \hat{p}} = - \frac{\overset{(+)}{\dot{M}_{\hat{p}}} + \overset{(+)}{\dot{DI}_{\hat{p}}}}{DF\ (\dot{DI}_{ir} + \dot{M}_{ir})} < 0$$

$$\frac{\partial \gamma}{\partial \hat{p}} = \frac{\dot{DI}_{ir}\dot{M}_{\hat{p}} - \dot{M}_{ir}\dot{DI}_{\hat{p}}}{DF\ (\dot{DI}_{ir} + \dot{M}_{ir})} > 0$$

Ou seja, sempre que a poupança agregada aumentar quando a taxa real de juros subir e a inflação se acelerar (conforme supomos no texto), a taxa real de juros tenderá a baixar e o coeficiente γ a subir. Ademais:

$$\frac{\partial (e/w)}{\partial \hat{p}} = -\left(\frac{\overset{(+)}{B_{\hat{p}}}}{B_{e/w}} - \frac{B_{ir}(\dot{M}_{\hat{p}} + \dot{DI}_{\hat{p}})}{B_{e/w}(\dot{DI}_{ir} + \dot{M}_{ir})\ DF}\right) < 0, \text{ se } B_{\hat{p}} > -B_{ir}\frac{\partial ir}{\partial \hat{p}}$$

Portanto, a relação câmbio/salário tenderá a baixar se, como é natural supor, o impacto direto da aceleração inflacionária sobre o saldo comercial for mais forte que seu impacto indireto (via taxa de juros).

Consideremos agora a segunda alternativa de ajustamento externo. Os preços relativos (e a taxa de inflação) permaneciam constantes e, para fechar o gap externo, o governo ajustava o gasto público.

Suponhamos que, neste caso, a regra de ajuste (A.4) seja substituída pela seguinte:

$$\frac{dG}{dt} = -h_4(TE - B \quad (e/w,\ ir,\ \hat{p},\ G),\ h_4 > 0 \qquad (A.7)$$

segundo a qual o gasto público deve se ajustar negativamente aos excessos de demanda no mercado de divisas.

O jacobiano do sistema será agora:

$$J_2 = \begin{bmatrix} (-) & (+) & \\ B_G & B_{ir} & 0 \\ & (+) & \\ 1-\gamma & -\dot{DI}_{ir} & -DF \\ & & \\ -\gamma & \dot{M}_{ir} & -DF \\ & (-) & \end{bmatrix}$$

J_2 satisfaz as condições de estabilidade se, como assumiremos, as variações do gasto público tiverem um impacto relativamente mais forte sobre o saldo comercial que sobre a situação fiscal, vis-a-vis as mudanças na taxa de juros:

$$trJ = -B_G - \dot{DI}_{ir} - DF < 0$$

$$DF\ (\dot{DI}_{ir} + \dot{M}_{ir}) > 0 \text{ dado que } \dot{D}_{ir} + \dot{M}_{ir} = S'_{ir} > 0$$

$$detJ = DF\ (B_G(\dot{DI}_{ir} + \dot{M}_{ir}) + B_{ir}) < 0, \text{ se } -B_G(\dot{DI}_{ir} + \dot{M}_{ir}) > B_{ir}$$

Finalmente, um aumento das transferências efetivas ao exterior terá, neste caso, o seguinte impacto sobre as variáveis endógenas:

$$\frac{\partial G}{\partial TE} = \frac{\dot{DI}_{ir} + \dot{M}_{ir}}{B_G\,(\dot{DI}_{ir} + \dot{M}_{ir}) + B_{ir}} < 0$$

$$\frac{\partial ir}{\partial TE} = \frac{1}{B_G(\dot{DI}_{ir} + \dot{M}_{ir}) + B_{ir}} < 0$$

$$\frac{\partial \gamma}{\partial TE} = \frac{(1-\gamma)\,\dot{M}_{ir} - \gamma \dot{DI}_{ir}}{B_G(\dot{DI}_{ir} + \dot{M}_{ir}) + B_{ir}} > 0$$

Como se pode perceber de imediato, o sinal das derivadas depende da mesma condição requerida para assegurar a estabilidade do sistema.

Da mesma forma que tratamos analiticamente o ajustamento externo no caso em que o processo inflacionário não está associado às variações na quantidade de moeda, podemos tratar o caso contrário, i.é, quando se supõe que o processo inflacionário tem origem monetária. Entendemos, contudo, que não se justifica desenvolver mais amplamente esta questão no âmbito desse apêndice.

NOTAS

1. A definição de economia semi-industrializada pode ser encontrada em Ferrer (1983) e Bacha (1982), entre outros.

2. Dentre os trabalhos podemos mencionar os já citados de Ferrer (1983) e Ferrer et al. (1969), como também os de Braun e Joy (1968), Mallon e Sourrouille (1976), Díaz Alejandro (1975), Canitrot (1975) e Porto (1975), entre outros.

3. Apenas recentemente esta literatura passou a conferir maior importância às questões financeiras. Isto pode ser visto, por exemplo, nos trabalhos de Taylor (1979 e 1983), Arida e Lara Resende (1983), Buffie (1984) e Wijnbergen (1983). Na Argentina, este approach pode ser encontrado nos trabalhos de Frenkel (1981), Damill e Frenkel (1985), Frenkel e Fanelli (1986), Frenkel, Fanelli e Winograd (1986), entre outros.

4. A composição das importações durante a década de setenta mostra que, em média, os insumos intermediários (inclusive combustíveis) representam cerca de 75% do total, os bens de capital 20% e os bens de consumo apenas 5%. Por outro lado, 90% das duas primeiras categorias são destinadas ao setor industrial. Nesse mesmo período, as exportações de origem agropecuária representam, em média, cerca de 75% do total e as de origem manufatureira os 25% restantes.

5. O parco dinamismo das exportações agropecuárias não se deve unicamente a baixa elasticidade-preço da curva de oferta e a lenta incorporação de inovações tecnológicas. A explicação desse fenômeno também encontra-se fortemente apoiada no fato de que os principais produtos exportáveis são bens-salário cuja demanda doméstica está intimamente associada a evolução do emprego e dos salários reais.

6. A crise dos anos trinta e a segunda Guerra Mundial praticamente eliminaram o mercado internacional de capitais, que começaria a se reorganizar apenas no final da década de ses

senta. A este respeito, ver Willianson (1983) e Bacha e Díaz Alejandro (1982).

7. De 1950 a 1963 a taxa média de crescimento do produto foi de 2,5% ao ano (que representava, em termos per capita, pouco menos de 1% a.a.). De 1964 a 1975, a taxa média de crescimento foi de 4,5% a.a. (ligeiramente superior a 3% a.a. se se considera o produto por habitante). Ferrer et al. (1968) analisa detalhadamente o primeiro período e Fanelli (1984) o segundo. O anexo estatístico, ao final deste trabalho, apresenta a evolução das variáveis macroeconômicas mais relevantes.

8. Este comportamento, de um modo geral, é característico de mercados financeiros sujeitos a racionamento de oferta. Citamos Stiglitz e Weiss (1981) como uma referência básica. Minsky (1982), de um outro ângulo, destaca o mesmo ponto. Lara Resende (1983) utiliza esta idéia para analisar a crise financeira internacional de 1982.

9. A Argentina ingressou ao FMI em 1956. A partir desse ano e até 1963 inclusive, foram assinados cinco acordos stand by com aquela instituição. Entre 1959 e 1963 a política econômica esteve permanentemente condicionada por esses acordos.

10. A esse respeito, ver Piñeiro e Trigo (1982).

11. Todos os estudos mencionados na nota 2 incorporam este ponto de vista. O estudo de Braun e Joy (1968) em particular, emprega um modelo de três setores que também explicita a produção de serviços não-comerciáveis. Embora o tema dos serviços públicos e privados seja, na prática, bastante relevante para diversas questões (inflação, déficit fiscal, emprego, etc.), sua inclusão no presente trabalho não traria alterações substantivas para a análise que nos propusemos realizar. Nosso modelo de dois setores também ignora outras desagregações importantes. Dentro do setor

agropecuário, por exemplo, não se faz distinção entre agricultura e pecuária, ainda que tal distinção seja bastante importante para a dinâmica inflacionária da Argentina. Tanto nesta como em outras questões de agregação, existe um trade-off inevitável entre realismo e poder analítico do modelo, que deve ser resolvido em cada caso em função dos objetivos específicos perseguidos.

12. Conforme o exposto em Canitrot (1981), o caráter não-comerciável do setor industrial resulta, basicamente, das elevadas margens de proteção efetiva presentes na estrutura tarifária argentina.

13. O fato de não se ter considerado a importação de bens de capital simplifica a apresentação do modelo, ainda que sua inclusão no mesmo pudesse ser feita sem que quaisquer de suas conclusões centrais fossem alteradas.

14. A idéia de preços administrados remonta a Kalecki (1956). Frenkel (1986) enfatiza aspectos informacionais, em contraposição aos aspectos tecnológicos, como causa dessa conduta: daí a noção de custos unitários "normais". A hipótese de preços administrados e quantidades determinadas pela demanda reflete adequadamente a evidência empírica apresentada em vários estudos sobre o funcionamento de diversas economias latinoamericanas semi-industrializadas. A esse respeito, ver Figueiredo et al. (1985).

15. Canitrot (1975).

16. Note-se que é perfeitamente possível uma situação na qual, simultaneamente, a absorção doméstica é inferior ao PIB e, em consequência, a balança comercial é superavitária mas, devido ao pagamento de juros da dívida externa, a absorção doméstica é superior a renda nacional e, por conseguinte, a conta corrente mostra-se deficitária.

17. O efeito redistributivo da desvalorização foi destacado

por Díaz Alejandro (1963), Canitrot (1975) e Krugman e Taylor (1978), entre outros. O último trabalho mencionado também mostra a diminuição da renda nacional que a desvalorização pode provocar. O aumento da taxa de câmbio pode ainda ter um impacto recessivo através de outros dois efeitos que o modelo não considera: a redução da liquidez em termos reais e a elevação da arrecadação tributária. Esses dois efeitos são discutidos por Krugman e Taylor (1978).

18. Analiticamente, a condição para que o consumo seja função decrescente da taxa de câmbio real pode ser expressa da seguinte forma:

$$c_w > \delta c$$

Ou seja, a propensão marginal a consumir dos trabalhadores (c_w) deve ser maior que a dos empresários (c) ponderada pelo coeficiente δ. Este coeficiente, por seu turno, resulta da seguinte expressão:

$$\delta = \frac{B_X \overset{(+)}{E_{B_X,er}} - \theta \; er \; i^*DE}{(1-\theta) \; er \; i^*DE - W \overset{(-)}{E_{W,er}}}$$

sendo:

B_X: renda dos empresários do setor rural

W : renda dos assalariados

$E_{B_X,er}$: elasticidade da renda dos empresários rurais com relação a taxa de câmbio

$E_{W,er}$: elasticidade da renda dos asslariados com relação a taxa de câmbio.

θ: proporção dos juros pagos ao exterior que são de responsabilidade do setor empresarial

A elasticidade $E_{B_X,er}$ é inequivocamente positiva. O sinal da elasticidade $E_{W,er}$ será negativo se, como ocorre na economia argentina, a elasticidade relativa a renda real dos assalariados for, em valor absoluto, maior que a

elasticidade relativa ao emprego no setor rural.

Observe-se, em primeiro lugar, que δ será negativo se, no numerador, o aumento do valor (em termos da moeda doméstica) dos pagamentos de juros externos sob responsabilidade dos empresários for maior que o aumento dos lucros dos empresários rurais gerado pela desvalorização real. Nesse caso ($\delta < 0$) a elevação da taxa de câmbio real irá deprimir o consumo independentemente da relação entre as propensões a consumir de trabalhadores e empresários. Consideramos o caso em que δ é positivo. Quando $\delta = 1$ a condição para que o consumo seja função decrescente da taxa de câmbio real é, simplesmente, $c_w < c$. Para que isso ocorra é necessário que:

$$\left(\frac{B_X}{IN}\right) E_{B_X,er} = \left(\frac{W}{IN}\right) (-E_{W,er}) + \left(\frac{er\ i^*DE}{IN}\right)$$

ou seja, impõe-se que a elasticidade da renda dos empresários rurais a taxa de câmbio (ponderada pela participação da mesma na renda nacional) seja igual a soma do valor absoluto da elasticidade da renda dos assalariados com relação a taxa de câmbio (ponderada por sua participação correspondente) mais a proporção da renda nacional destinada ao pagamento de juros externos.

Finalmente, torna-se evidente que quanto mais fraco for o impacto da desvalorização sobre os lucros rurais vis-a-vis seu impacto sobre a massa salarial e sobre o valor dos juros externos, menor tenderá a ser o valor de δ e menos restritiva será a condição imposta sobre c_w para que o consumo seja uma função decrescente da taxa de câmbio real.

19. A política fiscal também pode agir através da arrecadação tributária. O aumento desta última reduz a renda disponível do setor privado, assim como a demanda de consumo e o nível de atividade. Como neste nível de agregação a única diferença entre a política impositiva e o manejo do gasto público refere-se a composição da absorção doméstica, iremos supor que a política fiscal opera através do gasto público e que a arrecadação tributária permanece constante.

20. Analiticamente:

$$E_{N,e/w} = (N_y/N)\ E_{N_y,Y}\ E_{y,\ e/w} + (N_x/N)\ E_{N_x,X}\ E_{X,e/w}$$

onde N_y e N_x representam o nível de emprego no setor urbano e rural, respectivamente, e $E_{a,b}$ mede a elasticidade da variável a com relação a variável b.
Aumentos em e/w serão recessivos ($E_{N,e/w} < 0$)
sempre que:

$$(N_y/N)\ \left| E_{N_y,e/w} \right| > (N_x/N)\ E_{N_x,\ e/w}$$

sendo:

$$E_{N_y,\ e/w} = E_{N_y,Y}\ E_{Y,e/w} \quad e \quad E_{N_x,e/w} = E_{N_x,X}\ E_{X,e/w}$$

21. $$\left.\frac{\partial N}{\partial F}\right|_{\overline{e/w}} = -\ (N_Y\ B_Y) > 0$$

22. Quando existem importações de bens de capital, e as mesmas variam inversamente a relação e/w, o aumento dessa relação também tende a melhorar a situação da balança comercial através da queda das importações mencionadas. Se o investimento em bens importados é complementar ao investimento em bens domésticos, a diminuição dessas importações será acompanhada por uma redução proporcional do investimento em bens domésticos, que amplificará o impacto recessivo da desvalorização. Mas se, ao contrário, ambos os tipos de investimento são substitutos, os efeitos recessivos serão amortecidos.

23. Neste sentido, nos deparamos frente a uma situação paradoxal do debate latinoamericano: a ortodoxia tende a argumentar em termos keynesianos, propiciando a aplicação de políticas fiscais de natureza quantitativa, enquanto o estruturalismo argumenta em termos clássicos, reconhecendo a efetividade do ajuste por preços relativos. Arida (1982) destaca essa paradoxo no contexto da discussão do caso bra

sileiro, onde a existência de um dinâmico setor industrial exportador reforça o contraste entre os dois tipos de política.

24. A crítica dos fundamentos teóricos das recomendações ortodoxas foi desenvolvida por Bacha e Díaz Alejandro (1982), entre outros. Arida e Bacha (1984) apresentam uma tipologia de situações de desequilíbrio que mostra que o diagnóstico clássico se aplica apenas a economias com rendimentos decrescentes, e nesse caso, apenas em um dos quatro regimes possíveis de desequilíbrio externo.

25. Na história recente da Argentina esta situação ocorreu várias vezes. O exemplo mais dramático talvez seja o já mencionado "rodrigazo" de junho de 1975, quando uma maxidesvalorização de 100% detonou uma espiral de preços e salários que impediu elevar a relação e/w mas, indiretamente, produziu a diminuição do gasto público em termos reais.

26. Obviamente, estamos supondo de modo implícito que, em termos líquidos, a economia é devedora do exterior.

27. Nossa estilização considera o Banco Central consolidado dentro das contas do governo. Da mesma forma, o restante do sistema bancário está consolidado no setor privado.

28. A rigor, as taxas podem ser diferentes, mas como seu diferencial permanece constante, podemos tratá-las como uma única variável.

29. Na consideração explícita da inflação e de seus efeitos sobre os fluxos financeiros, nossa análise se afasta da empreendida por Tobin (1982). O tratamento que seguimos, ao contrário, tem pontos de contato com o de Damill e Fanelli (1985) e o de Frenkel, Fanelli e Winograd (1986). Sobre a questão específica da aferição do imposto inflacionário, pode-se consultar Drazen (1985).

30. Estamos supondo que os títulos de dívida não são indexados, ou seja, que seu valor nominal é fixo. Com indexação, o valor real dos títulos apenas se deterioraria pela diferença entre a taxa de inflação e o índice de correção. No limite (indexação perfeita) o imposto inflacionário pago pelos proprietários desses ativos desapareceria.

31. Naturalmente, não é necessário que o investimento seja financiado integralmente no mercado de crédito. De fato, o autofinanciamento constituiu uma fonte de recursos fundamental para as empresas ao longo do processo de industrialização da economia argentina. Admitir este feñomeno no modelo, contudo, não alteraria em nada suas conclusões.

32. O procedimento utilizado por Tobin(1982) para especificar as demandas-fluxo de ativos financeiros no tempo discreto, implica considerar que as mesmas surgem como diferença entre os estoques desejados de cada ativo ao final de cada período e os estoques iniciais (pré-determinados) desses mesmos ativos. Preferimos, no entanto, trabalhar com tempo contínuo para facilitar a análise de estabilidade dos modelos, análise esta desenvolvida nos apêndices referentes a cada capítulo.

33. A taxa de inflação relevante é, na verdade, a taxa esperada, mas iremos supor que as expectativas inflacionárias são função direta da inflação efetiva. A previsão perfeita constitui um caso particular desta hipótese.

34. É interessante notar que as equações (44) e (45), tal como estão formuladas, vinculam o setor financeiro aos fluxos reais da economia através da oferta de ativos financeiros dos agentes deficitários (do governo, em particular), ao invés de fazê-lo, como é habitual, através da demanda de ativos financeiros dos agentes superavitários. Esta formulação será útil para destacar, mais adiante, as repercussões financeiras do ajuste externo quando este afeta o déficit fiscal.

35. Não obstante, é importante assinalar que as conclusões qualitativas da análise não se alteram se se considera que as decisões de investimento são sensíveis a taxa de juros real.

36. Um detalhamento bastante completo da literatura mais recente sobre inflação estrutural e inercial pode ser encontrado em Figueiredo et al. (1985) e em Frenkel (1986).

37. É interessante registrar que a endogeneidade do coeficiente γ é consistente com a hipótese de moeda passiva, postulada pelo enfoque estruturalista.

38. A dicotomia entre as partes real e financeira do modelo depende crucialmente do fato de se ter ignorado os efeitos redistributivos nas funções de demanda de bens e de ativos financeiros, e de se ter assumido constante a renda permanente disponível do setor privado. Não pretendemos que tal dicotomia seja a melhor reprodução do funcionamento concreto da economia argentina no período histórico considerado, mas sim, que ajude a iluminar algumas de suas características que julgamos mais relevantes para que fique bem nítido o contraste entre esse funcionamento e aquele prevalescente na etapa posterior ao fracasso da breve experiência de liberalização e abertura — que será discutido no capítulo seguinte. De qualquer modo, vale a pena esclarecer que se ao invés de termos assumido constante a renda permanente, tivessemos vinculado o seu comportamento mais ou menos diretamente ao da renda corrente, a dicotomia mencionada desapareceria, mas, apesar disso, nenhuma das principais conclusões da análise seria significativamente alterada.

39. Esta conclusão depende de forma crucial da estabilidade das expectativas cambiais. A incerteza associada a uma elevada variabilidade da relação *e/w* pode vir a exercer fortes repercussões sobre a situação dos mercados financeiros, tal como o atestam vários episódios da história econômica re-

cente de diversos países latinoamericanos. Este ponto será abordado no próximo capítulo. Sobre essa questão, veja-se Frenkel (1981).

40. Formalmente, estas conclusões derivam da aplicação de uma análise de estática comparativa à consideração simultânea de dois choques exógenos: a diminuição da disponibilidade de financiamento externo ($\dot{F}$) e a aceleração da inflação ($\dot{p}$).

41. Em Figueiredo et al. (1985) encontra-se uma resenha das experiências inflacionárias recentes de várias economias latinoamericanas.

42. Na presença de inflação endógena, o equilíbrio nos mercados financeiros é restabelecido mediante o aumento da taxa de juros e a aceleração inflacionária. Já com inflação exógena, a restauração do equilíbrio passa a depender de quais forem os desajustes gerados pelo aumento simultâneo do gasto público e da inflação (excesso de demanda ou excesso de oferta) sobre estes mercados.

CAPÍTULO II

A RESTRIÇÃO EXTERNA A PARTIR DA CRISE DA DÍVIDA
Novos problemas e dilemas de política econômica

1. Introdução

O primeiro capítulo buscou apresentar, de forma estilizada, as condições de funcionamento de curto prazo da economia argentina durante o processo de aprofundamento de seu desenvolvimento industrial. Como vimos, essas condições, que permaneceram relativamente estáveis por mais de duas décadas desde o esgotamento da substituição "fácil" de importações ao final dos anos quarenta, tornaram o desempenho de economia particularmente sensível a evolução de seu setor externo.

Em meados da década de setenta, a confluência de uma série de transformações internas e externas interrompe o processo de aprofundamento industrial e determina mudanças substantivas nas condições de funcionamento da economia. Inicialmente, as transformações mencionadas fizeram desaparecer os condicionamentos externos da etapa precedente. Após um breve período, contudo, os condicionamentos reapareceram com muito mais força que no passado.

Além disso, as mudanças operadas durante a experiência de abertura ao exterior alteraram significativamente o carater das repercussões domésticas dos condicionamentos referidos, ao menos por três motivos:

a) O elevado endividamento externo que a economia contraiu durante o período de abertura deslocou o centro de suas dificuldades externas da balança comercial para as contas financeiras do balanço de pagamentos. Por esse motivo, a economia passou a experimentar deficits permanentes em conta corrente, apesar de apresentar uma relação entre absorção doméstica e produto interno sensivelmente baixa.

b) a proporção dos pagamentos em divisas nas despesas orçamentárias do setor público cresceu espetacularmente, já que boa parte do endividamento externo da economia acabou ficando a cargo do governo. Esta circunstância tornou o resultado das contas fiscais fortemente dependente da evolução das contas externas, e obrigou a economia a desenvolver em escala sem precedentes mecanismos financeiros heterodoxos de transferência interna de recursos.

c) as decisões de portfolio dos agentes também se alteraram substantivamente durante o período de abertura ao exterior. Em particular, os ativos externos passaram a constituir uma proporção importante da riqueza financeira do setor privado, um fato que modificaria sensivelmente as relações de substituição de ativos relevantes no funcionamento da economia. Esta circunstância propiciou o desenvolvimento de um ativo mercado paralelo de divisas.

Os fatos registrados em b) e c), por outro lado, restringiram severamente os graus de liberdade da política econômica, e especialmente da política monetária e cambial.

O enfoque ortodoxo convencional, incapaz de com-

preender adequadamente os problemas levantados pelo ajustamento externo anterior a experiência de abertura ao exterior, encontra-se em piores condições para entender os novos fenômenos colocados pelo ajustamento nas circunstâncias presentes.

Quanto ao enfoque estruturalista tradicional, que proporcionava uma estilização plausível do funcionamento da economia para o período anterior a fase de abertura externa, mostra - se igualmente inadequado para abordar a nova situação. Como veremos, isto se deve a uma atenção fortemente enviesada sobre as questões reais em detrimento das questões financeiras.

O presente capítulo, tomando em consideração as mudanças operadas ao longo de experiência de abertura ao exterior, se propõe a reformular o modelo desenvolvido no capítulo anterior visando analisar a dinâmica de funcionamento de curto prazo da economia argentina e os dilemas de política econômica durante o período que começa em 1981, com a crise de experiência de liberalização e abertura, e se estende até meados de 1985, com o anúncio do plano Austral.

É importante destacar que a reformulação do enfoque estruturalista buscada neste capítulo possui um interesse mais geral, que não se restringe unicamente ao caso argentino. Isto porque as limitações impostas ao desempenho da economia pelo endividamento externo, através de seus efeitos sobre as contas fiscais e sobre a dolarização dos portfolios privados, são de fato partilhadas por outros países latino-americanos.

Incluindo esta introdução, o capítulo está dividido em sete seções. A segunda seção descreve os fatos estiliza-

dos do período em consideração, como pano de fundo da análise subsequente (os quadros do anexo estatístico situado no final do trabalho oferecem um suporte numérico a essa descrição). Na seção seguinte são avaliadas as repercussões das transferências de recursos ao exterior sobre as contas fiscais e sobre os mercados financeiros. A quarta seção apresenta o modelo reformulado e discute os efeitos domésticos do ajustamento sob as novas condições de funcionamento da economia. A quinta seção estende o modelo a fim de incorporar o fenômeno da dolarização dos portfolios privados e, finalmente, a sexta seção discute brevemente as condições de consistência interna impostas pelo funcionamento da economia sobre um plano de estabilização de corte heterodoxo. A última seção apresenta as conclusões do capítulo. No apêndice são consideradas as condições de estabilidade do modelo e explicitadas as principais expressões analíticas correspondentes aos exercícios de estática comparativa desenvolvidos ao longo do texto.

2. Restrição externa na década de oitenta: os fatos estilizados

Em 1975, enquanto a economia argentina se debatia em meio a mais uma de suas crises recorrentes do balanço de pagamentos, concluía-se a expansão sustentada dos anos anteriores. A delicada situação social e sua própria decomposição política, impediam que o governo peronista realizasse os ajustes necessários. Pior ainda, a tentativa de iniciar a execução de uma política ortodoxa de ajustamento por meio de uma maxidesvalorização cambial resultou numa aceleração brutal do processo

inflacionário em virtude da forte resistência sindical.

No ano seguinte, entretanto, o novo governo militar conseguiria superar a crise externa impondo como custo a geração de uma recessão breve e relativamente moderada. Em 1977, apenas um ano mais tarde, a economia crescia a uma taxa de 6% e simultaneamente ostentava um superavit em conta corrente de 1,2 bilhões de dólares, além de ver diminuido em cerca de um bilhão de dólares seu endividamento externo líquido. Esta evolução evidenciou que se processava uma mudança favorável na situação externa da economia, graças, entre outros fatores, à maturação de importantes inovações tecnológicas no setor agroexportador.

A inflação, não obstante, permanecia muito elevada e insensível às sucessivas políticas de estabilização arquitetadas. Por esse motivo, a partir de dezembro de 1978 o governo decidiu acionar uma política anti-inflacionária radicalmente diferente das anteriores, cujo fundamento teórico remonta ao chamado "enfoque monetário do balanço de pagamentos".

A nova política desfrutou de condições favoráveis para ser executada, expressas pelo desafogo no setor externo e pela conjuntura de farta liquidez nos mercados financeiros internacionais. Seu objetivo central era a convergência gradual da inflação doméstica aos padrões internacionais, e seu principal instrumento foi a prefixação de evolução da taxa de câmbio, que contemplava um ritmo de desvalorização decrescente e inferior à taxa efetiva de inflação[1].

Paralelamente, o governo implementava uma série de reformas estruturais. Desde meados de 1977 estava em vigência uma nova Lei de Instituições Financeiras (Ley de Entidades Financieras), que levantava os controles sobre as taxas de juros e almejava liberalizar o funcionamento dos mercados financeiros. Ao mesmo tempo, eram progressivamente eliminadas as restrições ao movimento internacional de capitais, começava-se a aplicação de um plano de redução das tarifas de importação e desapareciam praticamente todos os controles vigentes no mercado cambial. Esperava-se que a abertura da economia e a desregulação financeira também contribuissem para o cumprimento da meta anti-inflacionaria.

A convergência, contudo, não se efetivou, basicamente porque a regra cambial adotada e o rebaixamento de tarifas, apesar de expor um número crescente de atividades industriais à concorrência internacional, demoraram excessivamente para produzir seus primeiros efeitos sobre o ritmo da inflação. Por esse motivo, nos primeiros meses de vigência do plano, a elevação do nível geral dos preços superou em duas vezes a desvalorização da taxa de câmbio e gerou profundos desequilíbrios na estrutura de preços relativos da economia.

Em um primeiro momento, o atraso cambial e a valorização da moeda doméstica em termos reais resultantes desse processo tiveram efeitos expansivos e, consequentemente, produziram um impacto desfavorável sobre o comércio exterior. As reduções de tarifas atuaram neste mesmo sentido. Em 1979, o superavit comercial alcançou apenas 40% do valor registrado no ano anterior, e em 1980 o saldo comercial tornou-se deficitário pela primeira

vez desde 1975.

Não obstante, durante o primeiro ano de vigência do plano a credibilidade da regra cambial, ao menos no que se refere a sua eficácia no curto prazo, ainda era elevada. Graças a isso a dívida externa, que vinha crescendo a um ritmo sustentado desde 1977, recebeu em 1979 um forte impulso. Nesse ano, a dívida total aumentou em 52% e superou a cifra de 19 bilhões de dólares, devido fundamentalmente ao endividamento privado que cresceu nada menos do que 120%. O caráter especulativo desse endividamento ficou evidenciado, entre outras coisas, no aumento veloz das reservas internacionais que o acompanhou. Ao final de 1979, tendo se elevado em 73,5%, as reservas de divisas alcançaram cerca de 10,5 bilhões de dólares ao passo que a dívida externa líquida apenas cuperava a cifra de 8,5 bilhões de dólares.

Entretanto, a medida que o atraso cambial se ampliava e a situação externa se agravava, a confiança na manutenção da "tablita" desaparecia e ao mesmo tempo cresciam as expectativas de uma desvalorização superior à estabelecida pela regra cambial adotada. Esta situação provocou, a partir de meados de 1980, uma dramática reversão dos fluxos de capitais privados. Aproveitando a liberdade cambial, o setor privado começou a adquirir ativos externos, com a dupla finalidade de cobrir seus passivos externos e de se desfazer de seus ativos domésticos.

Tratando de manter inalterada a política cambial face a turbulência vigente, o governo financiou os deficits em

transações correntes e a fuga de capitais de duas maneiras: desacumulando reservas e aumentando seu próprio endividamento externo. Em virtude disto, as reservas cairam 2,8 bilhões de dólares em 1980 e 3,8 bilhões em 1981 (sendo que cerca de 70% desta última cifra foi perdida nos primeiros três meses do ano). Pelo mesmo motivo, a dívida externa cresceu 4,5 bilhões no ano seguinte (cerca de 40% em relação a 1980). Como resultado de ambos os processos, a dívida externa líquida cresceu espetacularmente nesses dois anos (128% em 1980 e 63% no ano seguinte), passando de 8,5 bilhões de dólares em fins de 1979 a quase 32 bilhões ao final de 1981[2].

A situação interna, simultaneamente, também se deteriorava. Durante o boom especulativo de 1979, as empresas não haviam se endividado apenas no exterior. Também o fizeram junto ao mercado financeiro doméstico à taxas de juros reais que, através da arbitragem com os mercados internacionais e em função da credibilidade na regra cambial anunciada, haviam sido marcadamente negativas. Com o desenvolvimento da crise externa durante o ano de 1980, o aumento do ritmo esperado de desvalorização refletiu-se nas taxas de juros domésticas, que passaram a ser fortemente positivas. Ao mesmo tempo, a concorrência das importações subsidiadas pelo atraso cambial e beneficiadas adicionalmente pelas reduções tarifárias, comprimia a rentabilidade empresarial e dificultava a amortização dos empréstimos e, inclusive, o pagamento dos encargos de juros. Como resultado desta situação, os bancos contrairam de modo alarmante suas operações ativas. Quando se iniciou a fuga de capitais, os depósitos bancários (em geral de curtíssimo prazo) começaram a cair vertiginosamente, desencadeando uma crise financeira profunda que se

estendeu ao longo dos anos seguintes e precipitou, entre outros efeitos, a quebra de numerosas instituições do sistema financeiro[3].

No início de 1981, o colapso cambial e a crise financeira tornavam insustentável a política de prefixação cambial. Em março, finalmente, uma maxidesvalorização interrompeu abruptamente o programa de estabilização iniciado em dezembro de 1978.

Outras desvalorizações sucederam a maxi. No ano de 1981 como um todo, o aumento acumulado da taxa de câmbio em termos nominais foi de 425% e seu crescimento em termos reais alcançou 30%. Embora o saldo comercial apresentasse uma melhora sensível, o deficit em transações correntes permaneceu praticamente idêntico ao do ano anterior (um pouco acima de 4,5 bilhões de dólares) devido ao aumento espetacular dos pagamentos de juros ao exterior. A sucessão de desvalorizações, além disso, acentuou a incerteza e manteve os estímulos a fuga de capitais. Esta, por seu turno, foi facilitada pela política de liberdade cambial, incompreensivelmente sustentada até que o conflito das Malvinas obrigasse, quase um ano mais tarde, a reimplantação do controle de câmbio.

A crise no setor externo da economia, desencadeada por fatores endógenos, foi agravada por mudanças ocorridas no contexto internacional. Com efeito, a moratória mexicana de agosto de 1982 deixou manifesta a situação de sobreendividamento generalizado no sistema financeiro internacional. A alteração de conduta dos bancos credores, preocupados a partir de en-

tão em reduzir o grau de exposure com relação aos países endividados, ocasionou o racionamento do crédito disponível para estes países.

Todos estes acontecimentos jogaram por terra a breve experiência de liberalização e abertura ao exterior esboçada pela "nova ortodoxia" e abriram caminho para o ressurgimento dos condicionamentos externos. Todavia, as transformações operadas na economia argentina durante os anos de abertura alteraram profundamente a natureza de suas repercussões domésticas, pelo menos em dois sentidos:

a) a magnitude dos serviços financeiros gerados pelo endividamento externo implicou uma queda permanente da relação entre a renda nacional e o produto interno da economia, de aproximadamente 6% do PIB. E mais, como desde 1982 os pagamentos de juros passaram a ser refinanciados apenas parcialmente, a economia argentina viu-se obrigada a gerar superavits comerciais também em carater permanente.

b) a elevação do peso do endividamento externo do setor público na dívida externa total, que se deu inicialmente em resposta a fuga de capitais e mais tarde como resultado do processo de socialização de perdas privadas, tornou as contas fiscais dependentes da restrição externa. Esta situação não apenas exige que a economia gere as divisas requeridas para honrar seus compromissos externos, mas também que o governo obtenha junto ao setor privado a quantidade de divisas necessária para atender o serviço de sua própria dívida.

O período que se estende de março de 1981 até o

início do plano Austral, em junho de 1985, é marcadamente instável no plano econômico[4]. Apesar da vertiginosa sucessão de políticas que o caracteriza, o período apresenta dois traços comuns:

a) a necessidade de obter e preservar elevados superavits na balança comercial;

b) a impossibilidade de efetuar de modo ordenado, por meio do sistema tributário ou através dos mercados financeiros, as transferências domésticas associadas ao serviço da dívida externa do governo.

Com relação a primeira questão, a partir de 1982 a economia passou a gerar superavits comerciais crescentes: 2,3 bilhões de dólares nesse ano, que chegaram a 4,5 bilhões em 1985. Tais saldos foram obtidos, basicamente, através de uma brutal contração das importações, que cairam cerca de 45% ao longo de 1982 e continuaram declinando durante os anos seguintes. As exportações, de seu lado, decresceram algo mais de 16% em 1982 e ainda que logo começassem a se recuperar, em 1985 mostravam-se ainda cerca de 8% inferiores ao valor correspondente ao ano de 1981.

Todavia, o peso dos serviços financeiros, que alcançou 5,3 bilhões de dólares em média entre 1982 e 1985, somado ao crônico saldo negativo dos serviços reais, manteve o balanço em transações correntes em posição deficitária. Esta situação determinou que a dívida externa líquida continuasse crescendo: de 32 bilhões de dólares em 1981 para 44 bilhões em 1985. O aumento do endividamento externo ocorreu por conta do setor

público. Em contrapartida, a dívida privada contraiu-se graças a diversos mecanismos promovidos pelo próprio governo. A participação da dívida privada na dívida total, que em 1980 era de aproximadamente 47%, reduziu-se a apenas 20% em 1985.

A sensível melhora da performance externa da economia, ao menos no plano comercial, não foi suficiente para tornar mais fluida a relação com os credores externos. O período como um todo caracterizou-se por uma sucessão de negociações interrompidas que eram seguidas por novas negociações. Esta situação provocou a acumulação de atrasos no cumprimento das obrigações externas e manteve a economia em um permanente estado de incerteza.

No plano doméstico, por outro lado, o ajuste externo teve fortes implicações recessivas. Após o crescimento especulativo de 1979 e a estagnação de 1980, o PIB registrou uma queda acumulada de quase 12% no biênio 1981-82, recuperou-se apenas parcialmente em 1983-84 (elevando-se 5,5% nesse biênio) e tornou a diminuir cerca de 4,4% em 1985. O fato mais grave é que o ajuste comprometeu as possibilidades futuras de crescimento, uma vez que o investimento declinou mais rapidamente que o produto. Por esse motivo, a relação investimento/PIB passou de 23% em 1980 a apenas 12,5% em 1985.

A geração de superavits comerciais e a tendência recessiva da atividade doméstica estiveram associadas em boa medida à evolução dos preços relativos e, em particular, da relação câmbio/salário. A política de maxidesvalorizações seguida ao longo de 1981-82 fez dobrar o valor real da taxa de câmbio e elevou ainda mais a relação câmbio/salário. As pressões sindi -

cais em 1983 e as medidas redistributivas do novo governo em 1984, reverteram temporariamente a tendência verificada nos anos anteriores e possibilitaram uma tímida recuperação da atividade econômica. De qualquer modo, a taxa de câmbio real e a relação câmbio/salário permaneceram em níveis bem superiores aos registrados em 1980. No último trimestre de 1984, um novo acordo fortuito com o FMI terminou com os propósitos redistributivos e pos fim ao breve período de expansão. Durante o primeiro semestre de 1985, enquanto a atividade econômica retomava sua tendência de declínio, a taxa de câmbio real e a relação câmbio/salário tornavam a se elevar.

Ao longo de todo o período, as violentas oscilações dos preços relativos traduziram-se em uma aceleração sustentada do processo inflacionário. A inflação, medida pelo índice de Preços ao Consumidor (IPC), chegou a 700% em 1984 e já era superior a 30% ao mês no final do primeiro semestre de 1985.

Além de suas repercussões reais, a crise externa e o ajuste posterior tiveram sérias implicações financeiras. Como foi dito anteriormente, no início de 1981 o sistema financeiro institucionalizado encontrava-se à beira do colapso, devido a imobilização de suas operações ativas e a retirada de depósitos. Ao longo de todo esse ano o governo deu apoio às instituições financeiras através de operações de redesconto subsidiadas, criadas especialmente para este fim. Agindo desse modo, o governo não fez mais do que postergar a resolução do problema, permitindo que a fuga de capitais continuasse a ocorrer.

Em meados do ano seguinte, a drenagem de divisas

havia se reduzido mas a situação financeira interna não melhorava. Em vista disso, o governo optou por uma solução drástica: a "liquefação" das dívidas domésticas e a socialização das perdas. Para isso, passou a controlar as taxas de juros nominais, fixando-as ex-professo a níveis bem inferiores aos da taxa de inflação. Desse modo, o valor real dos ativos incobráveis do sistema financeiro sofreu uma sensível redução. Como é óbvio, o valor real dos depósitos caiu na mesma medida.

Em outras palavras, o que permitiu reduzir o endividamento interno e aliviar a situação das instituições financeiras foi a brutal transferência de riqueza que se produziu entre credores e devedores. Esta transferência, ademais, deu-se no contexto de um forte encolhimento do conjunto do sistema institucionalizado.

A outra face da desarticulação financeira foi a expansão dos mercados não institucionalizados. Referimo-nos especialmente ao ativo mercado paralelo de divisas, cujo crescimento resultou da dolarização dos portfolios privados. Convém mencionar também a expansão de um mercado de crédito "interempresarial" que se desenvolveu à margem do mercado formal.

A dimensão do processo de desmonetização e de desintermediação financeira formal é evidenciada pelos seguintes dados. A relação M_1/PIB que em 1980 era de 8,6% tornou-se de apenas 3,4% no segundo semestre de 1985. Por seu turno, a relação M_2/PIB (onde M_2 inclui todos os depósitos do sistema financeiro institucionalizado que rendem juros) caiu ainda mais rapidamente: de 32,1% em 1980 para 10,8% no segundo trimestre de 1985.

Além disso, os pagamentos de juros externos cada vez maiores que o governo devia realizar assim como as desvalorizações cambiais destinadas a reequilibrar o balanço de pagamentos, pressionaram fortemente as despesas do setor público. Como seus rendimentos correntes não conseguiam aumentar no mesmo ritmo, os desequilíbrios orçamentários do governo foram se agravando. Em 1983, o deficit fiscal superou a marca de 10% em relação ao PIB, e até meados de 1985 o novo governo não conseguiria reduzi-la.

O setor público sempre conseguê de algum modo satisfazer sua restrição orçamentária. Já que a possibilidade de fazê-lo através da captação de poupança voluntária do setor privado era cada vez menor devido ao processo em curso de desmonetização e desintermediação financeira, o governo não teve outra saída que não a de efetuar severos cortes no investimento público e apelar crescentemente a formas desordenadas e pouco ortodoxas de financiamento: o imposto inflacionário, derivado de uma emissão monetária cada vez mais intensa, e o racionamento de crédito ao setor privado, resultante dos elevados requerimentos de encaixe mínimo impostos ao sistema financeiro institucionalizado.

Naturalmente, os cortes no investimento público e as crescentes distorções financeiras contribuiram para reforçar as tendências recessivas associadas a evolução dos preços relativos. As distorções financeiras, ademais, afetaram significamente o investimento privado, sobretudo porque a explosividade do processo inflacionário, a volatilidade dos preços relativos e a indefinição das negociações externas tornavam o contexto e-

conômico cada vez mais incerto; e, secundariamente, por que o setor público limitava a demanda privada de crédito no sistema institucionalizado.

Em resumo, desde 1981 a economia argentina vinha se ajustando com crescente dificuldade a uma complicada situação externa. À recessão econômica somavam-se o colapso do investimento, uma permanente aceleração inflacionária associada a variações violentas dos preços relativos, fortes desequilíbrios orçamentários e uma crescente desarticulação das relações financeiras domésticas.

No primeiro semestre de 1985 a economia encontrava-se à beira da hiperinflação, a moeda doméstica estava desaparecendo, as margens de manobra da política econômica estreitavam-se aceleradamente e a capacidade de negociação externa era praticamente inexistente. Em tais condições, tornava-se insustentável a continuidade do ajustamento, não tanto pela deterioração do sistema produtivo que de fato era muito forte, senão por uma questão mais básica: a crescente desorganização das relações econômicas.

3. Impacto das transferências ao exterior nas contas fiscais e nos mercados financeiros.

Como resultado do fracasso da experiência de liberalização e abertura ao exterior, a restrição externa não apenas reaparece, como também alteram-se marcadamente as restrições orçamentárias do governo e do setor privado. Como veremos, es-

tas transformações modificam de forma substantiva as condições de funcionamento da economia e determinam que, no presente, o ajuste externo assuma características bastante diferentes daquelas que vigoraram anteriormente à experiência aberturista.

Sem dúvida, a transformação mais significativa foi a referente ao nível e a composição do endividamento externo da economia.

No que concerne ao seu nível, durante o breve período de liberalização e abertura a dívida externa adquiriu, como já apontado, uma dimensão muitas vezes superior a que tinha atingido na etapa precedente. E isso tanto em termos absolutos como em relação ao tamanho da economia.

Esse fenômeno ocorreu em simultâneo ao aumento das taxas de juros nos mercados financeiros internacionais, a partir do segundo choque do petróleo em fins da década passada e das correspondentes políticas de ajustamento das economias desenvolvidas, em particular da economia americana que adotou uma orientação de política fiscal bastante permissiva e de política monetária francamente restritiva. Em conjunto, ambos os fatores ocasionaram um aumento brutal nos pagamentos de juros que a economia argentina deveria efetuar ao exterior.

Ainda que o aumento da participação dos pagamentos de juros no balanço em transações correntes não afetasse em termos qualitativos as características do ajuste externo discutido no capítulo precedente, era inevitável que uma expansão na magnitude da que estamos considerando repercutisse muito desfavoravelmente sobre o desempenho da economia.

E isto, em primeiro lugar, porque uma vez definida a disponibilidade líquida de financiamento externo, maiores pagamentos de juros requerem saldos comerciais mais elevados e ceteris paribus, um ajustamento mais recessivo da atividade econômica e uma distribuição da renda nacional mais regressiva. E além disso, porque a preponderância dos compromissos financeiros torna os desequilíbrios externos menos sensíveis às oscilações cíclicas da economia e lhes impõe um caráter mais permanente. Em outras palavras, enquanto os pagamentos de juros pesavam relativamente pouco no balanço em transações correntes e os desequilíbrios externos somente emergiam quando a expansão da atividade econômica tornava deficitária a balança comercial, um período recessivo mais ou menos curto era suficiente para que fosse cancelado o endividamento externo gerado no período precedente (pois não apenas a balança comercial mas também a conta corrente tornava-se então superavitária) e para que a economia estivesse em condições de iniciar uma nova fase expansiva. Mas com o brutal aumento dos pagamentos de juros nem mesmo os elevados superavits comerciais que a economia argentina passou a gerar a partir de 1982 teriam sido suficientes para reverter o deficit em transações correntes e, em consequência, a dívida externa manteve uma tendência ascendente. Nessas condições, enquanto as taxas de juros externas se mantiverem significativamente elevadas com relação aos preços da produção exportável, o ajuste recessivo requerido para fechar o balanço de pagamentos tenderá a se autopepetuar.

E isso não é tudo. Durante a crise o governo foi progressivamente assumindo uma proporção crescente da dívida ex

terna total. Esse fato começou a se manifestar em meados de 1980, com a utilização do endividamento externo das empresas públicas a fim de sustentar a política de abertura ao exterior quando se iniciou a fuga de capitais, prosseguiu com a concessão de seguros de câmbio fortemente subsidiados para as empresas que se mantinham endividadas no momento das maxidesvalorizações de 1981-82, e culminou com a virtual nacionalização de boa parte da dívida privada restante, quando esgotou-se a possibilidade de honrar os compromissos e por isso tornou-se necessário garantir aos credores externos a troca de títulos de dívida privada por títulos públicos[5].

À medida que a dívida externa do governo aumentava, os pagamentos de juros ao exterior adquiriam uma ponderação cada vez mais significativa no total das despesas orçamentárias. Como veremos, essa circunstância afetou qualitativamente as características do ajustamento externo e colocou novos dilemas para a política econômica.

3.1. Efeitos do endividamento externo do governo

A análise desta questão no marco teórico desenvolvido no capítulo anterior requer uma redefinição apropriadas dos conceitos de deficit fiscal e de disponibilidade agregada de financiamento privado (equações I.28 e I.30 respectivamente), uma vez que agora o setor privado é responsável por apenas uma proporção θ (que supomos exógena) do estoque total de endividamento externo, e recebe apenas uma proporção λ (que também consideramos exógena) do fluxo de novos financiamentos internacionais.

Nesse caso, o deficit fiscal (DF') deverá incorporar os pagamentos de juros correspondentes a proporção (1 - θ) da dívida externa total:

$$DF' = DF + er\ i^*\ (1 - \theta)DE \qquad (II.1)$$

onde DF, que no capítulo anterior media o deficit fiscal total, representa agora o deficit fiscal de origem doméstica, ou seja, a diferença entre o gasto público incluindo o pagamento de juros internos e a arrecadação tributária.

Contudo, dado que o governo recebe uma proporção (1 - λ) do novo financiamento externo disponível, suas necessidades de financiamento doméstico (NFD) deverão ser reduzidas nesta mesma proporção. Ou seja:

$$NFD = DF + er\ (i^*\ (1 - \Theta)DE + \dot{R} - (1 - \lambda)\dot{F}) \qquad (II.2)$$

Em outras palavras, a necessidade total de financiamento do governo é definida pelo deficit fiscal de origem doméstica, somado aos seus pagamentos de juros externos e suas aquisições líquidas de reservas. O governo, entretanto, precisa apenas recorrer ao mercado financeiro doméstico para cobrir a diferença entre sua necessidade total de recursos e a proporção que lhe corresponde dos novos financiamentos externos.

O setor privado, por seu turno, somente paga juros sobre a proporção θ da dívida externa total, mas, em troca, obtém apenas uma proporção λ dos novos financiamentos internacionais. Em conseqüência, sua disponibilidade agregada de financiamento (S") deve ser expressa da seguinte maneira:

$$S'' = Y + erE + i\,(Dl_g/P) - T - er\,(i^*\,\theta DE - \lambda\dot{F}) - C \qquad (II.3)$$

Cabe salientar que estamos supondo, para simplificar, que os credores internacionais fixam a mesma taxa de juros para o setor público e para o setor privado.

Além disso, a fim de facilitar a apresentação, faremos a suposição ao longo de toda a análise que, tal como no capítulo anterior, as reservas permanecem constantes ($\dot{R} = 0$) e que, sem maior perda de generalidade, as composições do estoque e dos fluxos de endividamento externo são idênticas (i.e., que $\theta = \lambda$). Em conseqüência, a necessidade de financiamento doméstico do setor público e a disponibilidade agregada de financiamento privado podem ser expressas do seguinte modo:

$$NFD = DF + (1 - \theta)er\,(i^*\,DE - \dot{F}) \qquad (II.2')$$

$$S'' = Y + erE + i(DE_g/P) - T - \theta er\,(i^*\,DE - \dot{F}) - C \qquad (II.3')$$

Fica evidente a partir de (II.2') que os desequilíbrios financeiros domésticos do governo aumentam quando o novo financiamento concedido pelos credores externos não for suficiente para refinanciar os compromissos de juros vencidos ($i^*\,DE > \dot{F}$). A situação será tanto pior quanto maior for a diferença entre os juros vencidos e o financiamento externo disponível, e, ainda, quanto mais elevada for a participação do setor público no montante global do endividamento externo. Observe-se ademais que, em termos da produção interna destinada a absorção doméstica (ou seja, em termos da produção industrial), aumentos da taxa de câmbio real agravam os desequilíbrios financeiros do governo.

De acordo com a identidade do balanço de pagamentos, por seu turno, quando não há variação de reservas, as divisas necessárias para cobrir a diferença entre os juros externos que o governo deve assumir e suas disponibilidades de financiamento internacional, podem ser expressas da seguinte maneira:

$$(1 - \theta)\ (i^* DE - \dot{F}) = B - \theta\ (i^* DE - F) \qquad (II.4)$$

Lembrando-se que em nosso modelo o saldo comercial externo (B) coincide com as exportações líquidas do setor agropecuário (E), é possível perceber de imediato (substituindo II.4 em II.3') que as *mencionadas divisas estão nas mãos do setor privado.*

As equações (II.2'), (II.3') e (II.4), portanto, evidenciam claramente as duas dimensões do problema da transferência de recursos, enfrentado pela Argentina e por outras economias latinoamericanas semi-industrializadas a partir da retração da oferta externa de crédito que caracteriza a atual crise financeira internacional[6].

Os juros externos que os credores decidem não refinanciar (e que tampouco podem ser pagos apelando-se para a desacumulação de reservas) devem ser honrados, em princípio, através do superavit comercial. Registre-se nesse sentido que, tomando em consideração a expressão (II.4), quando $\dot{R} = 0$, $i^*DE - \dot{F}$ torna-se igual ao saldo comercial. Adicionalmente, conquanto as taxas de juros e/ou o estoque da dívida externa não se reduzam, os compromissos financeiros correspondentes tampouco o farão e em consequência, a economia deverá adaptar-se a necessidade de que seu comércio exterior seja permanentemente superavitário.

Esta é a dimensão real do problema da transferência.

Além disso, se, como ocorre atualmente, uma parte significativa da dívida externa está sob a responsabilidade do setor público, o fato dos credores externos não refinanciarem integralmente os compromissos de juros vencidos afeta diretamente a situação orçamentária do governo que, como vimos, deve obter do setor privado as divisas necessárias para fazer face aos serviços de sua própria dívida. Esta é a dimensão fiscal/financeira do problema da transferência.

O duplo caráter do problema da transferência limita severamente as margens de manobra da política econômica e lhe impõe novos requisitos de consistência interna. Com efeito, quando a transferência de recursos ao exterior envolvia apenas um problema real, políticas cambiais e salariais voltadas para a elevação da relação e/w serviam (independentemente de seus custos) para melhorar os resultados da balança comercial e não repercutiam, pelo menos de forma direta, sobre o funcionamento dos mercados financeiros. Atualmente, pelo contrário, tais políticas permanecem mostrando-se efetivas no plano real, mas ao mesmo tempo produzem repercussões negativas no plano financeiro, uma vez que, ao provocarem a elevação da taxa de câmbio real, agravam os desequilíbrios orçamentários do governo e aumentam suas necessidades de financiamento doméstico[7].

Para o contexto em que as transferências ao exterior não amplificavam os desequilíbrios financeiros, a análise parcial do setor real permitia, grosso modo, captar adequadamente as principais características do ajustamento que a economia

se via obrigada a realizar, assim como as repercussões mais importantes das políticas econômicas adotadas com essa finalidade. No caso da política cambial e da política salarial, isto assim ocorria porque tais políticas não afetavam diretamente o funcionamento dos mercados financeiros. Por sua parte, as políticas fiscais restritivas, quando efetivas, via de regra melhoravam a situação orçamentária do governo e não criavam, portanto, dificuldades adicionais nos mercados financeiros. Mas quando o problema da transferência assume simultaneamente as dimensões real e financeira, a análise parcial pode implicar recomendações de política inconsistentes e equivocadas, porque é incapaz de perceber a fonte comum dos desequilíbrios reais e financeiros que são, em ambos os casos, consequência do ajuste externo imposto à economia.

3.2. Mudanças nas relações financeiras

Mantenhamos temporariamente a mesma estrutura financeira doméstica retratada no capítulo anterior, que abrange um mercado de dinheiro e um mercado de crédito. Suponhamos também que a demanda-fluxo de dinheiro e a oferta-fluxo de crédito possam ser especificadas da mesma maneira que o foram no capítulo precedente:

$$\frac{\dot{M}^d}{P} = \dot{M}\,(ir,\ \hat{p},\ I\tilde{P}) \qquad \text{(II.5)}$$

$$\frac{\dot{DI}^d}{P} = \dot{DI}\,(ir,\ \hat{p},\ I\tilde{P}) \qquad \text{(II.6)}$$

Pelos argumentos já expostos, um aumento da taxa real de juros interna, ceteris paribus reduz a demanda-fluxo de dinheiro ($\dot{M}_{ir} < 0$) mas faz elevar a oferta-fluxo de crédito ($\dot{DI}_{iR} > 0$) e a oferta agregada de financiamento ($\dot{M}_{ir} + \dot{DI}_{ir} > 0$); e um aumento da taxa de inflação, ceteris paribus eleva a oferta-fluxo de crédito ($\dot{DI}_{p} > 0$) e a demanda-fluxo de dinheiro ($\dot{M}_{p} > 0$), fazendo com que, em consequência, também se amplie a oferta agregada de financiamento. Supõe-se, como no capítulo anterior, que a renda disponível permanente do setor privado esteja constante.

A única alteração com relação a análise precedente aparece, portanto, nas funções de oferta-fluxo de dinheiro e demanda-fluxo de crédito, e esta se deve às repercussões do endividamento externo do setor público sobre as suas necessidades de financiamento doméstico. Levando em conta a equação (II.2'), a oferta-fluxo de dinheiro, que se destina a cobrir uma proporção γ de tais necessidades, deve ser agora especificada da seguinte maneira:

$$\frac{\dot{M}^s}{P} = \gamma \, (DF + (1 - \theta) \, er \, (i^* \, DE - \dot{F})) \qquad (II.7)$$

Analogamente, a demanda-fluxo de crédito (que inclui a demanda privada de financiamento para o investimento) será:

$$\frac{\dot{DI}^s}{P} = (1 - \gamma) \, (DF + (1 - \theta) \, er \, (i^* \, DE - \dot{F})) + I \qquad (II.8)$$

De acordo com (II.5) e (II.7), portanto, a condição de equilíbrio no mercado monetário será:

$$\gamma(DF + (1 - \theta)\ er\ (i^* DE - \dot{F})) = \dot{M}\ (ir, \hat{p}, I\bar{P}) \qquad (II.9)$$

E de acordo com (II.6) e (II.8), a condição de equilíbrio no mercado de crédito será:

$$(1 - \gamma)\ (DF + (1 - \theta)\ er\ (i^* DE - \dot{F})) + I = \dot{DI}\ (ir, \hat{p}\ I\bar{P}) \qquad (II.10)$$

Do mesmo modo que antes, o somatório da demanda excedente de moeda, da oferta excedente de crédito (demanda excedente de títulos) e da demanda excedente de divisas, que surge do balanço de pagamentos, define a restrição orçamentária da economia vista pelo lado financeiro.

É importante destacar que no presente caso, diferentemente da situação antes analisada, o equilíbrio dos mercados financeiros domésticos depende, pela via das necessidades de financiamento do governo, da magnitude das transferências efetivas de recursos que a economia deve efetuar ao exterior; ou seja, depende da diferença entre os juros externos vencidos e o montante dos refinanciamentos concedidos pelos credores $(i^* DE - \dot{F})$. Pelo mesmo motivo, o equilíbrio financeiro interno também depende do nível da taxa de câmbio real, ainda que a variação de reservas seja nula.

4. Funcionamento dos setores real e financeiro da economia

Como foi dito mais acima, a única forma de abordar corretamente o ajustamento externo da economia depois da crise da experiência de liberalização e abertura, consiste em analisar

conjuntamente as dimensões reais e financeiras do ajustamento.

Tendo em vista esse objetivo, adotaremos o mesmo modelo empregado no capítulo anterior, modificando apenas as duas equações que descrevem as condições de equilíbrio dos mercados financeiros. Isto nos permite incorporar à análise as transformações operadas em tais mercados, que foram objeto de atenção na seção precedente. O modelo, portanto, fica então configurado pelas seguintes equações:

$$Y = C\ (ir,\ \hat{p},\ I\tilde{P}) + I + G \qquad \text{(II.11)}$$

$$X^S = X\ (e/w) \qquad \text{(II.12)}$$

$$N = N\ (Y, X^S) \qquad \text{(II.13)}$$

$$B = B\ (e/w,\ Y) \qquad \text{(II.14)}$$

$$B = i^*\ DE - \dot{F} \qquad \text{(II.15)}$$

$$\gamma\ (DF + (1 - \theta)\ er\ (i^*\ DE - \dot{F})) = \dot{M}\ (ir,\ \hat{p},\ I\tilde{P}) \qquad \text{(II.9)}$$

$$(1 - \gamma)\ (DF + (1 - \theta)\ er\ (i^*\ DE - \dot{F})) + I = \dot{DI}\ (ir,\ \hat{p},\ I\tilde{P}) \qquad \text{(II.10)}$$

As equações (II.11) a (II.15) são as mesmas que no capítulo anterior descreviam o funcionamento do setor real e do setor externo da economia. As equações (II.9) e (II.10), por sua vez, descrevem o funcionamento dos mercados financeiros nas condições presentes. A fim de simplificar a apresentação, excluímos a variação de reservas das equações (II.9), (II.10) e (II.15), que aparecia explicitamente nas equações do capítulo anterior. A diferença é na verdade irrelevante, porque em ambos os casos supomos que $\dot{R} = 0$.

Entretanto, mesmo supondo a constância das reser

vas, a taxa de câmbio real não desaparece das equações (II.9) e (II.10). Por esse motivo, convém recordar seu vínculo com a relação e/w estabelecida no capítulo anterior:

$$er = \frac{e/w}{(1 + m)\ (\ (e/w)\ Xy + ny)} \qquad (II.16)$$

O superavit comercial da economia fica definido por (II.15), uma vez conhecido o montante de juros externos que não poderão ser refinanciados. Incorporando (II.16) a (II.9) e(II.10), torna-se evidente que o equilíbrio do setor real deve ser determinado conjuntamente com o equilíbrio do setor financeiro. Por conseguinte, dados o déficit fiscal operacional (ou seja, a diferença entre despesas e receitas fiscais não financeiras) e a absorção de natureza autônoma, as equações (II.9), (II.10),(II.11) e (II.12) determinam simultaneamente o nível da produção industrial, a relação cambio/ salário, a taxa real de juros doméstica e, ou bem a taxa de inflação ou bem o coeficiente γ. Uma vez conhecido o valor de e/w, as equações (II.16) e (II.12) permitem determinar, respectivamente, a taxa de câmbio real e o nível da produção agropecuária. Finalmente, o nível de ocupação total é obtido a partir de (II.13).

O objetivo básico deste capítulo é explicitar, da forma mais clara e simples possível, as principais diferenças entre as atuais condições de funcionamento a curto prazo da economia argentina e aquelas vigentes previamente ao breve período de liberalização e abertura ao exterior da segunda metade da década passada. Como já foi explicado, a principal fonte dessas diferenças refere-se ao fato de que a restrição externa, ao reaparecer,

não produz impactos apenas sobre o desempenho real da economia. Nas condições presentes também repercute desfavoravelmente sobre as necessidades domésticas de financiamento do governo e, em consequência, sobre a situação financeira do conjunto da economia. Visando destacar os mecanismos de transmissão que nos interessam, julgamos conveniente condensar em uma única equação a representação estilizada das condições financeiras da economia. Agregando (II.9) e (II.10) membro a membro e reagrupando os termos, obtemos:

$$DF + (1 - \theta)\, er\, (i^* DE - \dot{F}) = \dot{M}\,(ir, \hat{p}, I\tilde{P}) + \dot{DI}\,(ir, \hat{p}, I\tilde{P}) - I \quad (II.17$$

A equação (II.17) simplesmente estabelece que as necessidades financeiras domésticas do setor público devem ser iguais ao superavit financeiro do setor privado, ou seja, a diferença entre sua demanda - fluxo total de ativos financeiros e sua demanda de investimento em ativos físicos.

Ao substituir as equações (II.9) e (II.10) pela equação (II.17), o modelo perde uma equação e uma variável; o coeficiente γ, que definia as proporções em que as necessidades financeiras domésticas do governo eram atendidas pelo mercado de dinheiro e pelo mercado de crédito. Nesta nova formulação, o modelo somente determina a taxa de inflação dada a taxa real de juros doméstica, ou esta última dada a taxa de inflação.

Procedendo desse modo, obtemos, em troca de um menor grau de detalhamento, a possibilidade de simplificar notavelmente a análise. Para tanto, basta resolver simultaneamente o subsistema integrado pelas equações (II.11), (II.16) e (II.17),

uma vez determinado o saldo comercial requerido pela restrição externa a partir de (II.15) e tendo em conta que em (II.17), a taxa de câmbio real varia diretamente com a relação câmbio/salário, de acordo com a equação (II.16). Com inflação endógena, este subsistema determina as variáveis Y, e/w e $\hat{p}$, dados a absorção autônoma, o déficit fiscal de origem interna e a taxa real de juros. No caso oposto, esta última variável torna-se endógena enquanto a taxa de inflação passa a ser exógena. Logo, X^s é obtida de (II.12) e, finalmente , N de (II.13).

4.1. Ajustamento externo com inflação endógena

Se supomos dados os componentes da absorção doméstica e a taxa de juros real interna, a equação (II.14) permite definir as diferentes combinações entre e/w e $\hat{p}$ compatíveis com o saldo comercial requerido para fazer face a restrição externa. Para tanto, basta introduzir (II.15) e (II.11) em (II.14). A inclinação da curva que reune tais combinações (que chamaremos de BB) será portanto:

$$\left.\frac{\partial \hat{p}}{\partial (e/w)}\right|_{BB} = - \frac{B_{e/w}}{B_y Y_{\hat{p}}} < 0 \qquad \text{(II.18)}$$

Ou seja, para manter constante o superavit comercial externo, a taxa de inflação deveria reduzir-se sempre que a relação e/w aumentasse. Isto ocorre porque o saldo comercial tende a melhorar seja devido a um aumento da relação e/w seja em virtude da aceleração da inflação. Cabe acrescentar, ademais, que quanto maior for o saldo comercial necessário para fechar o balanço de pagamentos, mais a posição da curva BB correspondente irá se afastar com relação a origem.

A partir da equação (II.17), por sua vez, podemos derivar as diferentes combinações de e/w e $\hat{p}$ que ceteris paribus permitem equilibrar as necessidades de financiamento doméstico do governo com o superavit orçamentário do setor privado. A curva correspondente (que chamaremos de GG) tem sua inclinação definida pela seguinte expressão.

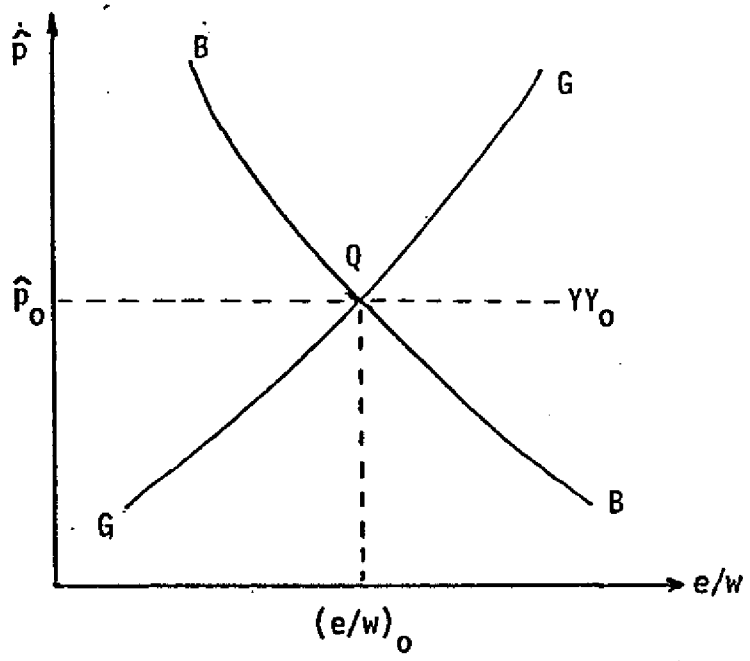
$$\left.\frac{\partial \hat{p}}{\partial (e/w)}\right|_{GG} = \frac{(1 - \theta)\ (i^* DE - \dot{F})\ er_{e/w}}{M \hat{p} + DI \hat{p}} > 0$$

O sinal da derivada é positivo, porque ceteris paribus a inflação deveria sofrer uma aceleração para dar suporte, através da poupança involuntária (imposto inflacionário), as maiores necessidades financeiras do governo geradas pelo aumento da relação câmbio/salário e, consequentemente, da taxa de câmbio real. Nesse caso, por outro lado, a medida em que aumenta a diferença entre os juros vencidos e o financiamento externo disponível, mais acima e mais à esquerda se posiciona a curva GG correspondente.

A equação (II.11), finalmente, evidencia a existência de uma relação unívoca entre a taxa de inflação e o nível de produção final (industrial). Em outras palavras, as curvas de Iso-produto (que chamaremos de YY) são horizontais. Curvas de iso-produto mais afastadas da origem representarão, naturalmente, menores níveis de produção final.

No esquema abaixo, podem ser graficamente visualizadas as condições de funcionamento da economia.

GRÁFICO 1



Ao longo da curva GG, as necessidades de financiamento domésticas do governo coincidem com a oferta de fundos do setor privado. Na região à esquerda da curva, as necessidades financeiras superam os recursos disponíveis, e à sua esquerda verifica-se a situação inversa.

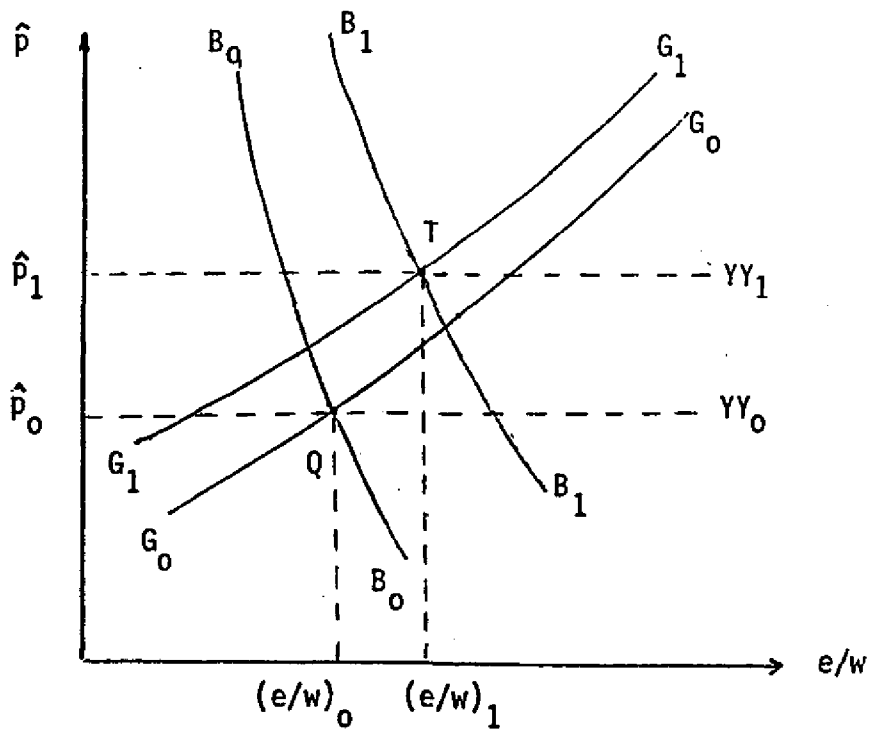
Ao longo da curva BB, por seu turno, a economia gera o superavit comercial requerido pela restrição externa. Na região à esquerda da curva o superavit efetivo é inferior ao requerido, e à sua direita ocorre o contrário.

O ponto Q consiste na única posição em que a economia satisfaz simultaneamente sua restrição externa e a restrição orçamentária do governo. Para que isso se verifique é necessário

que a relação câmbio/salário assuma o valor $(e/w)_o$ e que a taxa de inflação seja $\hat{p}$. O ponto Q é ademais interceptado pela curva de iso-produto YY, que determina o nível da produção final (industrial) correspondente. Em Q também ficam implicitamente definidos o nível de produção agropecuária, o emprego total da economia e a taxa de câmbio real.

A situação externa pode tornar-se mais restritiva tanto por uma elevação da taxa de juros internacional quanto por uma redução do financiamento externo disponível. Para ambos os casos, amplia-se a transferência efetiva de recursos ao exterior que a economia deve realizar via superavit comercial, e incrementam-se as necessidades financeiras domésticas do governo em função dos mais elevados pagamentos efetivos de juros. Graficamente, a curva BB desloca-se para a direita e a curva GG o faz para a esquerda.

GRÁFICO 2



Enquanto a economia permanecer na posição correspondente ao ponto Q, o superavit comercial será inferior ao requerido e as necessidades financeiras do governo serão superiores aos recursos liberados pelo setor privado. Para que isso seja possível, o setor público deve desacumular, reservar ou atrasar o cumprimento de suas obrigações externas, forçando assim o refinanciamento involuntário de seus compromissos.

Se não for por esse caminho, a economia deverá ajustar-se de alguma outra maneira. Se a inflação for sensível aos desequilíbrios fiscais, o ritmo inflacionário tenderá a se acelerar (exceto se fosse possível aumentar a taxa real de juros interno sem pressionar a inflação), favorecendo simultaneamente a transferência de recursos ao governo e ao exterior.

A relação câmbio/salário, de seu lado, deverá receber pressões com sinal contrário. Ceteris paribus, com vistas a facilitar o ajustamento externo a variação adequada deveria ser positiva, mas para favorecer o ajuste orçamentário a relação(e/w) deveria diminuir. Supondo que o aumento das transferências ao exterior produza um impacto sobre a situação do setor externo relativamente mais acentuado que sobre a situação orçamentária do governo, e admitindo que com a aceleração inflacionária ocorra o contrário (ou seja, que os efeitos diretos sejam mais fortes que os efeitos cruzados), o ajuste conjunto deverá requerer o aumento da razão câmbio/salário. É bom ter presente, todavia, que ao menos em princípio poderia ocorrer o caso oposto[8].

O ponto T é aquele em que a economia satisfaz, na

nova situação, as duas restrições simultaneamente. A passagem de Q a T não envolve apenas a aceleração da inflação e a elevação da relação e/w; declinam também a produção final (a Isoquanta YY_1 representa um nível de produção inferior ao da curva YY_0) e o emprego agregado, e ao mesmo tempo piora o perfil da distribuição da renda.

Havíamos visto que no período anterior à liberalização e abertura financeira, era possível realizar o ajuste externo exclusivamente com base no aumento da relação e/w. Como o problema assumia apenas uma dimensão real e não afetava diretamente o funcionamento dos mercados financeiros, o ritmo da inflação podia inclusive permanecer constante, a menos que fosse afetado pela alteração de preços relativos.

Entretanto, as transformações produzidas pela crise da experiência de liberalização e abertura fazem com que a mudança de preços relativos não seja mais suficiente para lograr o ajustamento externo. Se a inflação é sensível aos desequilíbrios fiscais e estes não são corrigidos via taxa de juros, o ajuste externo deverá acelerar o processo inflacionário, mesmo quando este não mantenha qualquer vínculo com as alterações de preços relativos. A endogeneidade dos desequilíbrios fiscais com relação a taxa de câmbio real, por outro lado, faz com que o sentido da variação requerida na relação e/w não fique definido qualitativamente. A política econômica deverá buscar o aumento dessa relação apenas no caso em que os efeitos diretos predominem sobre os cruzados.

4.2. Ajustamento externo com inflação exógena: a taxa de juros como variável de controle

Na seção anterior a inflação aparece, de alguma maneira, como funcional ao processo de ajuste externo. Daí a supor que o governo possa manipulá-la como mais um instrumento de política econômica — idéia que está implícita na própria denominação de imposto com que se designa o processo de redistribuição de riqueza que a inflação ocasiona há uma distância bem reduzida.

De agora em diante suporemos, ao contrário, que a taxa de inflação é exógena. Esta abordagem é consistente com o enfoque de numerosos estudos sobre inflação realizados na Argentina e em outros países latinoamericanos semi-industrializados, que enfatizam a escassa influência exercida pelos fatores de demanda sobre o processo inflacionário.[9]

Supondo que a taxa real de juros doméstica seja endógena, podemos redefinir o significado da curva BB para então interpretá-la como o lugar geométrico das combinações entre a relação câmbio/salário e a taxa de juros interna que ceteris paribus mantêm constante o saldo comercial externo. Em consequência, a inclinação da curva BB pode ser expressa da seguinte maneira:

$$\left.\frac{\partial\, ir}{\partial (e/w)}\right|_{BB} = - \frac{B_{e/w}}{B_y\, Y_{ir}} < 0 \qquad \text{(II.20)}$$

Ou seja, supondo constantes todas as demais variáveis a taxa de juros deveria aumentar para que o saldo comercial não sofresse uma redução face a uma queda da relação e/w.

A inclinação da curva GG, por seu turno, será nesse caso definida por:

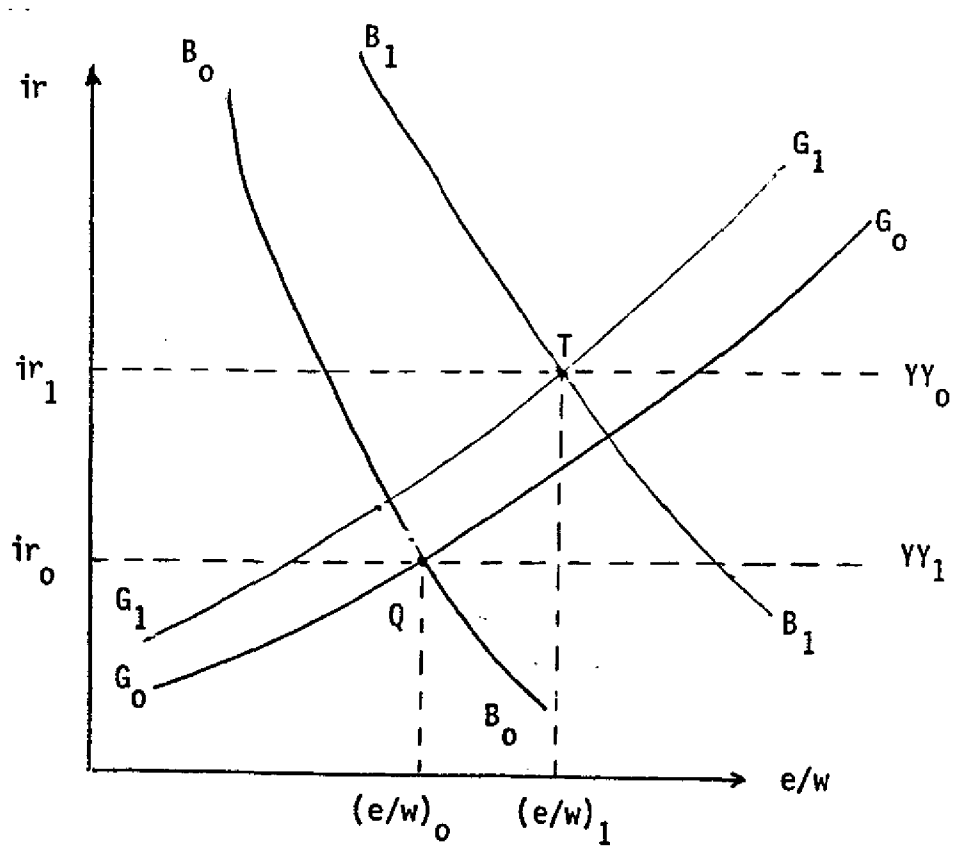
$$\left.\frac{\partial ir}{\partial (e/w)}\right|_{GG} = \frac{(1-\Theta)\ (i^* DE - \dot{F})\ er_{e/w}}{\dot{M}_{ir} + \dot{DI} - \dot{DF}_{ir}} > 0, \text{ se } \dot{M}_{ir} + \dot{DI}_{ir} > \dot{DF}_{ir} \qquad \text{(II.21)}$$

Ou seja, o sinal da derivada será positivo sempre que ao elevar-se a taxa real de juros interna, a demanda-fluxo total de ativos financeiros aumente em maior proporção que os pagamentos de juros correspondentes à divida pública interna.[10]

Tal como no caso anterior, as curvas de iso-produto são horizontais e, a medida que se afastam da origem, representam níveis inferiores de produção final.

O processo de ajustamento externo é formalmente semelhante ao analisado na seção anterior. Graficamente, a piora da situação externa é representada por um deslocamento da curva BB para a direita e da curva GG para a esquerda.

GRÁFICO 3



No novo contexto, a economia só pode permanecer na posição correspondente a Q se o governo apelar para a desacumulação de reservas ou postergar o cumprimento de suas obrigações com o exterior. Em caso contrário, a economia deverá adaptar-se de algum modo à restrição externa.

Como já foi explicado anteriormente, a alteração de preços relativos não é suficiente quando o ajuste externo envolve também o funcionamento dos mercados financeiros. Nesse caso, se a inflação for exógenamente determinada, o ajuste deverá requerer mudanças na relação e/w assim como na taxa real de juros interna.

O aumento da taxa real de juros favorece simultaneamente o ajuste real e financeiro da economia na medida em que estimula a oferta voluntária de financiamento privado. Em contrapartida, o sentido da variação requerida na relação e/w está qualitativamente indeterminado. Tal como no caso de inflação endógena, suporemos que os efeitos diretos são mais fortes que os efeitos cruzados. Por conseguinte, a relação e/w deverá aumentar, como retratado no gráfico 3. Ao transitar de Q a T (qualquer que seja o sentido da alteração em e/w) a produção final e o emprego total diminuem.

O processo ainda não está completo. A fim de melhorar a relação e/w, o governo deve conseguir que a taxa de câmbio aumente mais rapidamente que os salários nominais. Em uma economia como a da Argentina pós-crise de 1981, fortemente indexada e com sindicatos reorganizados, este tipo de política podia apenas

implicar, como efetivamente ocorreu, uma aceleração inflacionária persistente, independente dos desequilíbrios fiscais. É possível perceber de imediato que, apesar de dificultar o ajuste da taxa real de juros doméstica e dos preços relativos, este fenômeno contribuiu de fato para o ajustamento externo, porque impôs transferências (involuntárias) de recursos mais elevados do setor privado para o governo e em virtude dos efeitos recessivos derivados de tais transferências. Mas isso foi obtido ao custo de uma tendência crescente à desmonetização e à desarticulação financeira da economia, já que em resposta a demanda agregada por ativos financeiros domésticos foi assumindo proporções cada vez menores.

4.3. Ajustamento externo com inflação exógena: os cortes fiscais

O processo descrito acima resultou numa redução sistemática das dimensões do mercado creditício e tornou mais difícil o financiamento dos desequilíbrios do setor público nesse mercado. Por outro lado, o próprio governo fomentou esse processo através da fixação da taxa nominal de juros doméstica — que desde meados de 1982 volta a ser regulada no mercado financeiro institucionalizado — abaixo da taxa inflacionária (especialmente no período em que o Dr. Cavallo presidia o Banco Central) com o propósito de "liquefazer" os passivos empresariais e assim evitar a quebra generalizada do sistema produtivo.

A contração do mercado de crédito e o controle da taxa de juros doméstica foram progressivamente privando o governo da possibilidade de recorrer ao endividamento interno como um

mecanismo de ajuste à restrição externa, e o forçaram a comprimir cada vez mais seu déficit operacional, i.é, a diferença entre suas despesas e receitas não financeiras.

Nos termos do nosso modelo, supondo que a arrecadação tributária não varie, isto significa resolver o subsistema composto pelas equações (II.11), (II.14) e (II.17) para a relação câmbio/salário, o gasto público e para o nível da produção industrial.

A inclinação da curva que mantém constante o saldo comercial requerido pela restrição externa, será, neste caso:

$$\left.\frac{\partial G}{\partial (e/w)}\right|_{BB} = - \frac{B_{e/w}}{B_y \; Y_G} > 0 \qquad \text{(II. 22)}$$

O sinal positivo da derivada significa que, para não violar a restrição externa, o gasto público deve reduzir-se quando a relação e/w também o fizer.

A inclinação da curva que mantém equilibradas as necessidades domésticas de financiamento do governo e a oferta de financiamento privado, será, por seu lado, definida por:

$$\left.\frac{\partial G}{\partial (e/w)}\right|_{GG} = - \frac{(1 - \theta) \; B \; er_{e/w}}{DF_G} < 0 \qquad \text{(II.23)}$$

O sinal negativo da derivada significa que, quando a relação e/w aumenta, o gasto público deve diminuir para manter o equilíbrio entre as necessidades do governo e o financiamento privado.

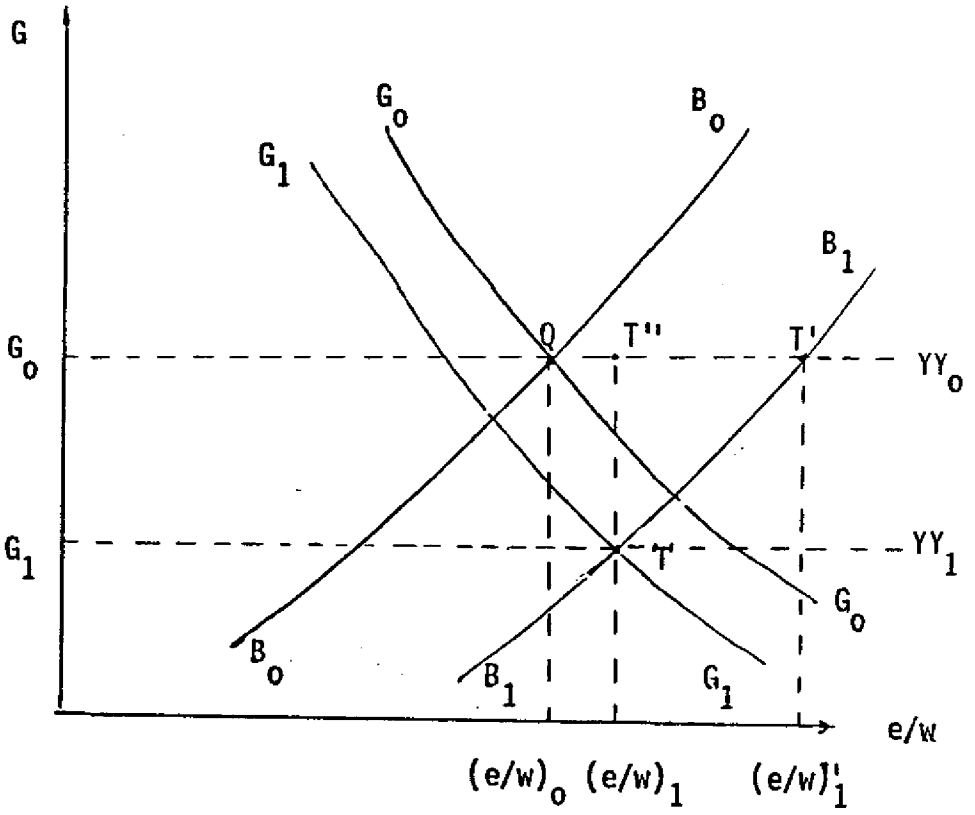
Tal como nos casos anteriores, as isoquantas são

horizontais. Nessa circunstância, entretanto, isoquantas mais afastadas com relação a origem representam níveis mais elevados de produção final.

No gráfico 4, a economia está inicialmente numa posição correspondente ao ponto Q. Supondo uma piora na situação externa, a curva BB sofrerá um deslocamento para a direita e a curva GG para a esquerda. Na nova situação o gasto público deve diminuir para que ambas as restrições sejam satisfeitas. O sentido da variação de e/w dependerá, como nos outros casos analisados, da relação entre os efeitos diretos e cruzados. No gráfico, as novas curvas interceptam-se no ponto T, onde a relação e/w é maior que na situação inicial, uma vez que supomos serem os efeitos diretos predominantes relativamente aos cruzados. Pelo ponto T passa, ademais, uma curva de iso-produto que representa um nível de produção final inferior ao que corresponde a curva análoga que passa por Q.

Supondo além disso, como já comentamos, não ser possível evitar que a inflação acelere quando a política econômica objetiva elevar a relação e/w, parte do ajuste externo e fiscal originar-se-á das transferências involuntárias geradas por esse fenômeno, ainda que ao custo adicional de uma crescente desmonetização e desarticulação financeira da economia.

GRÁFICO 4



O ajuste provocado pelo fracasso da experiência de liberalização e abertura e pela crise do endividamento, não perturbou apenas o desempenho real e financeiro de curto prazo da economia; também afetou seriamente suas perspectivas de crescimento. Com efeito, uma das características marcantes do período recente, tanto na Argentina quanto em outros países latinoamericanos semi-industrializados, foi a queda brutal da participação do investimento agregado no produto interno. A diminuição do investimento atingiu o setor público assim como o setor privado.

Quando o setor público busca executar políticas fiscais restritivas sem que reformas profundas em sua estrutura sejam efetivadas, os gastos correntes usualmente mostram-se mais rígidos à baixa relativamente às despesas de capital. Isso explica em boa medida o declínio da inversão pública. Para o gover

no, contudo, existem limites de difícil superação mesmo quando se trata de cortar investimentos.

Suponhamos, em termos da análise precedente, que o gasto público não possa declinar mais além de G_o. Se a situação externa piora, descartando o atraso no cumprimento das obrigações externas, restam apenas duas possibilidades: uma é fazer aumentar compulsoriamente a colocação de títulos da dívida pública junto ao setor privado, e a outra refere-se a redução do investimento privado.

Para que a primeira hipótese torne-se viável é necessário que a relação e/w aumente até que a economia alcance o ponto T' sobre a curva BB_1. A mudança de preços relativos produz uma redistribuição regressiva das rendas privadas e gera no setor os excedentes necessários à obtenção do superavit comercial requerido e para atender as maiores necessidades financeiras do governo. Isso, contudo, não é suficiente. Na situação correspondente a T' os mercados financeiros domésticos encontram-se seriamente desequilibrados, visto que o aumento de e/w amplifica as necessidades financeiras do governo enquanto, por seu turno, o aumento dos excedentes privados não implica automaticamente um aumento da demanda-fluxo agregada de ativos financeiros domésticos. Observe-se nesse sentido que T', como qualquer outro ponto à direita de GG_1, acarreta um excesso de oferta-fluxo de tais ativos.

Portanto, se não for possível aumentar a arrecadação tributária, se o aumento da taxa de juros doméstica já não

assegura maior volume de recursos ao setor público (ou, de forma equivalente, este resolve mante-la fixa) e se a inflação não ajusta endógenamente de molde a cobrir os desequilíbrios financeiros internos, a única forma que resta ao governo para fechar seu orçamento é através da colocação compulsória de títulos da dívida interna (monetários ou não monetários) junto ao setor privado.

É importante destacar que este mecanismo, embora semelhante, não é idêntico ao da transferência de recursos pela via do imposto inflacionário. Tal como o descrevemos no capítulo anterior, o imposto inflacionário envolve transferências involuntárias ocasionadas pela desvalorização que a inflação produz sobre os ativos financeiros voluntariamente retidos pelo setor privado. No caso em análise, as transferências originam-se do aumento involuntário dos títulos da dívida pública em mãos do setor privado, ainda que por hipótese o imposto inflacionário opere sobre a totalidade dos ativos financeiros, sejam esses retidos voluntária ou involuntariamente pelos agentes privados.

A elevação compulsória da poupança privada em títulos públicos envolve enormes dificuldades para o governo. Em primeiro lugar, o governo deve superar a resistência sindical para conseguir levar a relação câmbio/salário até $(e/w)_1'$. Em segundo lugar, necessita evitar as filtrações do excedente orçamentário do setor privado para outros destinos.

Resta considerar a outra hipótese mencionada: o ajuste do investimento privado. Como dissemos, a queda dramática da inversão que ocorreu na Argentina no último quinquênio, afe-

tou não apenas o governo mas também atingiu o setor privado. É fácil perceber no modelo que a diminuição do gasto público e a do investimento privado produzem efeitos equivalentes em termos do processo de ajustamento da economia. No que se refere ao balanço de pagamentos, os dois fenômenos proporcionam uma melhora do saldo comercial. No que concerne à situação financeira, ambos tendem a reduzir o excesso de oferta-fluxo agregada de ativos financeiros domésticos: a redução do gasto público o faz através da diminuição do déficit operacional e das necessidades financeiras domésticas do governo, e a queda do investimento privado o faz na medida em que aumenta a oferta de financiamento por parte desse setor. Basta substituir G por I no eixo das ordenadas do gráfico 4 para visualizar, dados o déficit operacional do governo, a taxa de juros interna e a taxa de inflação, os efeitos negativos do ajustamento sobre a inversão privada.

Outra forma analiticamente interessante de abordar a questão consiste em deixar sobre os eixos do gráfico 4 as mesmas variáveis (G e e/w) e observar os resultados das mudanças na inversão privada através do deslocamento das curvas BB_1, GG_1 e YY_1. Como as relações de substituição entre G e I são de um para um em qualquer das três curvas, variações da inversão privada deslocarão verticalmente as curvas na mesma medida.

Suponhamos que, ao piorar a situação externa, a economia não possa alcançar T (porque o governo não consegue reduzir seu gasto para um nível inferior a G_o) nem T' (pelas dificuldades assinaladas na análise sobre a possibilidade da poupança compulsória). Suponhamos além disso que o governo possa, pe

lo menos, levar a relação câmbio/salário até $(e/w)_1$. Para esse valor de e/w, a queda requerida do gasto público estaria dada, ceteris paribus, pela diferença entre G_o e G_1. Dado (e/w)1, uma redução idêntica do investimento privado tornaria desnecessária a redução do gasto público. Graficamente, as curvas BB_1, GG_1 e YY_1, em vez de se cortarem em T se cruzariam em T", porque uma queda do investimento privado igual a diferença ente G_o e G_1 deslocaria as três curvas para cima exatamente nessa medida (para não sobrecarregar o gráfico 4., julgamos conveniente não traçar as novas curvas).

A inversão privada, obviamente, não constitui uma variável de decisão do governo. O que a forçaria declinar para ajustar a economia face a uma agudização da restrição externa? Não é difícil encontrar razões para explicar a redução voluntária da inversão privada. Em primeiro lugar, a aceleração inflacionária, a instabilidade dos preços relativos e os desajustes financeiros foram gerando um clima de incerteza crescente, que sem dúvida repercutiu desfavoravelmente sobre a taxa de retorno esperado do investimento. Em segundo lugar, nas economias semi-industrializadas o investimento privado é em boa medida complementar ao investimento público.[11]

A redução voluntária da inversão privada pode não ser suficiente. Nesse caso, existe a possibilidade de ajustar o investimento efetivo apelando-se para o racionamento da oferta de crédito dirigida ao setor privado.

O racionamento de crédito foi, juntamente ao impos

to inflacionário, uma das principais maneiras de gerar os recursos que deviam ser transferidos ao exterior e de atender, em condições de desequilíbrio, as maiores necessidades de financiamento doméstico do governo. Na prática, a forma que o racionamento de crédito assumiu foi a do estabelecimento de elevadas exigências legais de encaixe mínimo, muito superiores às necessidades técnicas das entidades financeiras.

5. Dolarização e economia paralela

Na análise efetuada até o momento, fizemos abstração de um fenômeno que, no funcionamento da economia argentina, esteve estreitamente associado ao ressurgimento da restrição externa e ao agravamento dos crônicos desequilíbrios orçamentários do governo, posteriormente à crise da experiência de liberalização e abertura ao exterior. Referimo-nos à dolarização dos portfolios privados.

Esta omissão, realizada com a finalidade de simplificar a análise, não impediu que fossem destacadas as características do ajustamento que a nosso juízo são mais relevantes. Todavia, algumas questões importantes foram inevitavelmente afastadas da discussão.

Na presente seção nos propomos a remediar essa ausência tendo em vista dois propósitos específicos: (a) mostrar de que maneira o fenômeno da dolarização afeta a magnitude do ajustamento requerido pelo agravamento das condições externas e, (b) evidenciar como, na presença deste fenômeno, a incerteza so

bre a evolução futura da taxa de câmbio agrava as consequências internas do ajustamento.

Quando falamos de dolarização, aludimos a presença de ativos externos no espectro de ativos financeiros que podem integrar os portfolios privados. Esta circunstância, por outro lado, adiciona um novo argumento à tomada de decisões de portfolio do setor privado: o rendimento esperado dos ativos externos.

Nos termos de nosso modelo, reconhecemos a dolarização dos portfolios privados explicitando uma função de demanda de ativos externos e modificando, em consequência, a especificação das funções de demanda dos ativos financeiros domésticos.

A demanda-fluxo de ativos externos em termos reais $(\dot{AE}^d/P)$ será função crescente do rendimento real esperado de tais ativos e da taxa de inflação, e função decrescente da taxa real de juros interna. Como no capítulo anterior, supomos constantes a renda disponível permanente do setor privado, que é também um argumento da função. Em consequência:

$$\frac{\dot{AE}^d}{P} = \dot{AE}\ (ir,\ \hat{p},\ i^* + \hat{er}, \bar{IP}) \qquad \text{(II. 24)}$$

onde $\hat{er}$ representa o ritmo esperado de desvalorização real da taxa de câmbio e, portanto, $i^* + \hat{er}$ é o rendimento real esperado dos ativos externos em termos da moeda doméstica.

A demanda-fluxo de dinheiro e a oferta-fluxo de crédito em termos reais, por sua parte, serão agora função decrescente do rendimento real esperado dos ativos externos:

$$\frac{\dot{M}^d}{P} = \dot{M}\ (ir,\ \hat{p},\ i^* + \hat{er},\ \bar{IP}) \qquad (II.25)$$

$$\frac{\dot{DI}^d}{P} = \dot{DI}\ (ir,\ \hat{p},\ i^* + \hat{er},\ \bar{IP}) \qquad (II.26)$$

Sob um regime de controle de câmbio, a demanda de ativos externos não pode ser satisfeita no mercado oficial de divisas e gera-se, em consequência, o desenvolvimento de um mercado paralelo. A presença de um mercado paralelo de divisas faz com que apenas uma proporção (α) das divisas provenientes do comércio exterior seja negociada no mercado oficial. A fração restante ($1 - \alpha$) que escapa aos controles públicos mediante o sub-faturamento de exportações e o sobre-faturamento de importações, alimenta a oferta-fluxo de divisas no mercado paralelo.

Em consequência, se a economia estilizada pelo nosso modelo está dolarizada e opera com oferta excedente de insumos comerciáveis, a identidade do balanço de pagamentos - que apenas registra as transações externas realizadas através do mercado oficial de divisas - pode ser expressa (supondo constantes as reservas do governo) da seguinte maneira:

$$\alpha B = i^* DE - \dot{F} \qquad (II.27)$$

Observe-se que se $\alpha = 1$, (II.27) transforma-se na equação (II.15), que descreve a totalidade das relações externas da economia no modelo que exclui o fenômeno da dolarização.[12]

Já quando $\alpha < 1$, uma parte das transações comerciais externas não fica registrada no balanço de pagamentos e, portanto, as contas nacionais também não irão registrar, a tota

lidade do produto e das rendas efetivamente gerados na economia.

Entretanto, esta economia paralela, específica à economia argentina e a outras economias latinoamericanas semi-industrializadas, tem origens bem diferentes daquelas referentes aos setores informais característicos da maioria das economias subdesenvolvidas. A economia paralela, com efeito, não resulta da atividade de agentes econômicos que, na agricultura ou no setor de serviços, estejam fora dos mercados formais, mas sim de agentes com uma conduta microeconômica bastante sofisticada, que não apenas atuam nos mercados formais, mas que também realizam operações de arbitragem entre ativos externos e domésticos nos mercados financeiros.

Em nosso modelo, a economia paralela corresponde a uma parte da atividade do setor comerciável, cuja dimensão (difícil de estimar empiricamente com precisão) é dada por $(1 - \alpha)E$, ou seja, pela fração do comércio exterior que é canalizada através do mercado paralelo de divisas.

É possível perceber de imediato que o processo de dolarização e o consequente desenvolvimento de uma economia paralela, fora do alcance da política econômica, amplificam os efeitos negativos do ajustamento doméstico à restrição externa: de (II.27) deriva-se que, definindo as transferências efetivas ao exterior por $i^* DE - \dot{F}$, quanto menor for o valor de α mais larga será a diferença entre a produção e a demanda interna de bens comerciáveis que é requerida para fechar o balanço de pagamentos. Dada as condições de funcionamento do setor real, isso impli-

ca menores níveis de emprego e uma distribuição de renda mai[illegible] gressiva.

As dificuldades não terminam por aqui. O funcionamento dos mercados financeiros coloca problemas adicionais. Para que possamos analisá-los, é necessário completar a reformulação do modelo.

Levando em conta a nova especificação das funções de demanda de ativos financeiros domésticos (equações (II.25) e (II.26)), a oferta e a demanda-fluxo agregada de ativos domésticos irão se igualar quando:

$$DF + (1-\theta)er\ (i^*\dot{DE}-\dot{F}) + \dot{I} = \dot{M}\ (ir,\ \hat{p},\ i^*+\hat{er},\ \tilde{IP}) + \dot{DI}(ir,\hat{p},i^*+\hat{er},IP) \qquad (II.28)$$

A condição de equilíbrio no mercado paralelo de divisas será, de seu lado:

$$(1-\alpha)B = \dot{AE}\ (ir,\ \hat{p},\ i^*+\hat{er},\ \tilde{IP}) \qquad (II.29)$$

Em uma economia dolorizada com controle de câmbio, as equações (II.28) e (II.29) substituem a equação (II.17), que sintetizava as condições agregadas de equilíbrio financeiro em uma economia sem dolarização.

Em geral, a possibilidade de acumular ativos externos afetará não apenas a conduta dos agentes econômicos nos mercados financeiros, mas também sua conduta nos mercados reais. Nesse caso, entretanto, suporemos que as funções de demanda de bens não se alteram. Sem dúvida, esta hipótese é um pouco superficial, mais será adotada pois facilita a análise e não altera substantivamente suas conclusões.

O modelo reformulado, por consequinte, fica configurado pelas seguintes equações:

$$Y = C\ (ir,\ \hat{p},\ I\hat{P}) + I + G \qquad \text{(II.11)}$$

$$X^S = X\ (e/w) \qquad \text{(II.12)}$$

$$N = N\ (Y,\ X^S) \qquad \text{(II.13)}$$

$$B = B\ (e/w,\ Y) \qquad \text{(II.14)}$$

$$\alpha\ B = i^*\ DE - \dot{F} \qquad \text{(II.27)}$$

$$DF+(1-\theta)er(i^*DE-\dot{F}) + I = \dot{M}(ir,\hat{p},i^*+e\hat{r},\ I\hat{P})+\dot{DI}(ir,\hat{p},i^*+e\hat{r},I\hat{P}) \qquad \text{(II.28)}$$

$$(1 - \alpha)B = \dot{AE}\ (ir,\ \hat{p},\ i^* + e\hat{r},\ I\hat{P}) \qquad \text{(II.29)}$$

A presença de uma nova equação, que representa a condição de equilíbrio do mercado paralelo de divisas, exige que uma variável adicional torne-se endógenamente determinada. Visto que, a nosso juízo, a maneira mais adequada de tratar o ritmo esperado de desvalorização em uma economia tão incerta como a argentina é considerando-o como sendo exógenamente determinado, a nova variável endógena do modelo será o coeficiente α, ou seja, a fração do comércio exterior que não é filtrado pelo mercado paralelo e se negocia, ao contrário, através do mercado oficial de divisas.

5.1. Efeitos de mudanças nas expectativas

Seria supérfluo repetir aqui detalhadamente todos os exercícios de estática comparativa que desenvolvemos com o modelo sem dolarização para analisar as repercussões domésticas do agravamento no setor externo da economia. Basta assinalar que se

a inflação e as expectativas de desvalorização permanecerem estáveis, e consequentemente não pressionarem a demanda de ativos externos, um dos resultados do ajuste externo será o aumento do coeficiente α. Com efeito, os aumentos da relação câmbio/salário e da taxa de juros doméstica, assim como as reduções do gasto público e do investimento privado induzidas pelo ajustamento, tendem a gerar um excesso de oferta no mercado paralelo, que para ser reequilibrado requer uma elevação de α. Esse aumento, por outro lado, deverá amortecer de certo modo os efeitos recessivos do ajuste, na medida em que amplie os recursos disponíveis para efetuar as transferências externas.

Contudo, como já foi ressaltado, o funcionamento da economia no período posterior à crise do processo de liberalização e abertura ao exterior esteve marcado por uma progressiva aceleração do ritmo inflacionário, por uma grande instabilidade dos preços relativos e por um clima de incerteza crescente com respeito ao seu futuro desempenho.

Em um contexto de incerteza, o estado das expectativas futuras dos agentes econômicos está sujeito a mudanças bruscas e imprevisíveis. Em particular, as dificuldades recorrentes para saldar os compromissos externos dentro dos prazos contratualmente fixados e o estado de negociação permanente com o FMI e com os bancos credores, intensificaram frequentemente as expectativas de desvalorização da taxa de câmbio.

O impacto dos aumentos no ritmo esperado de desvalorização sobre o funcionamento de uma economia dolarizada, pode ser analisado com o modelo reformulado que foi apresentado nesta

seção. Introduzindo (II.11) e (II.14) em (II.27),e considerando esta equação conjuntamente às equações (II.28) e (II.29), definimos um subsistema que, supondo exógeno o ritmo de inflação, pode ser resolvido para e/w, α e ir. Admitindo que os efeitos diretos prevalesçam sobre os feitos cruzados, o exercício de estática comparativa associado a um aumento de êr projeta, para esse subsistema, os seguintes resultados:

$$\frac{\partial \alpha}{\partial \hat{e}r} < 0, \quad \frac{\partial (e/w)}{\partial \hat{e}r} > 0, \quad \frac{\partial\ ir}{\partial\ \hat{e}r} > 0 \qquad \text{(II.30)}$$

Se ao invés da taxa de juros doméstica, consideramos o gasto público como a terceira variável endógena, temos:

$$\frac{\partial\ \alpha}{\partial \hat{e}r} < 0, \frac{\partial (e/w)}{\partial \hat{e}r} > 0, \quad \frac{\partial G}{\partial \hat{e}r} < 0 \qquad \text{(II.31)}$$

Portanto, dado o montante de transferências ao exterior que devem ser efetuadas, aumentos no ritmo esperado de desvalorização agravam as condições de funcionamento da economia, pois estimulam a substituição de ativos domésticos por ativos externos nos portfolios privados e dessa maneira alargam o mercado paralelo de divisas (redução do coeficiente α), forçando o aumento da relaçao câmbio/salário e da taxa real de juros doméstica. Caso o governo impeça o aumento da taxa de juros (ou, de forma equivalente, se tal aumento já não lhe garante maiores recursos), será necessário reduzir o gasto público. E quando isso não for mais possível, parte do ajuste deverá recair inevitavelmente sobre o investimento privado. Evidentemente, em qualquer dessas hipóteses a produção final e o emprego global irão declinar.

É interessante notar, finalmente, o caráter de profecia autocumprida que o aumento da relação câmbio/salário assu

me nesse caso: para evitar o colapso cambial o ritmo efetivo de desvalorização deve aumentar, pela única razão de que o mesmo ocorreu com as expectativas de desvalorização do setor privado.

Caso o governo queira evitar que a profecia se realize, deverá permitir que a taxa de juros doméstica aumente o suficiente para neutralizar os efeitos da mudança de expectativas sobre os portfolios privados. E deverá, ademais, tornar sua política fiscal consistente com o aumento da taxa de juros. Do ponto de vista da trajetória dinâmica da economia, esta estratégia pode ter resultados explosivos.[13] Por outro lado, a magnitude dos ajustes requeridos pode torná-la praticamente inviável, seja porque o governo não está em condições de implementar as mudanças necessárias nos planos fiscal e monetário, seja porque deve evitar o risco de falência generalizada dos devedores privados. Isso foi o que ocorreu, em boa medida, durante o processo de ajuste externo posterior a crise que concluiu o período de liberalização e abertura ao exterior.

6. Desinflação heterodoxa, remonetização e ajuste fiscal

Como apontamos na introdução, no início de 1985 estava tornando-se insustentável a continuidade do ajustamento externo nas condições em que este vinha se desenvolvendo. Naquele período, uma nova tentativa de estabilização em moldes ortodoxos que emergiu do acordo firmado com o FMI ao final do ano anterior havia lançado a economia à beira da hiperinflação e ameçava fazer desaparecer o sistema monetário e financeiro.

Essa situação tornava cada vez mais difícil o financiamento dos desequilíbrios orçamentários do governo e das empresas privadas. Os recursos do setor público provinham em forma crescente das transferências originadas pela emissão de moeda (imposto inflacionário) e do racionamento da oferta de crédito ao setor privado. A arrecadação tributária e as receitas correntes das empresas públicas, por outro lado, deterioravam-se irremediavelmente a medida que a inflação se acelerava. A fim de se adequar à restrição orçamentária, o governo via-se forçado, além disso, a atrasar o cumprimento de suas obrigações internas e externas e a reduzir o gasto público, principalmente na rubrica correspondente ao investimento. As empresas privadas, por sua vez, ajustavam-se através da redução progressiva de seu capital de giro e de sua própria demanda de investimento. Tudo isso, naturalmente, não fazia mais do que aprofundar a recessão desencadeada no último trimestre de 1984.

Foi nesse contexto que se iniciou em 14 de junho de 1985 a execução do plano Austral, um programa heterodoxo de estabilização cuja concepção diferia radicalmente das políticas anteriores de combate à inflação. O objetivo do plano era eliminar abruptamente a inercia inflacionária através de um choque baseado no congelamento temporário de preços, salários, tarifas públicas e taxa de câmbio.

O congelamento foi acompanhado por uma reforma monetária e por uma série de medidas nas áreas monetária e fiscal. A reforma monetária, à parte seus efeitos psicológicos, buscava evitar, mediante a criação de uma escala de conversão entre a ve

lha e a nova moeda, que o aumento inesperado da taxa de juros real dos contratos preexistentes provocasse transferências de riqueza entre devedores e credores.

As medidas nas áreas monetária e fiscal, por sua vez, não foram implementadas apenas para reforçar a credibilidade da nova política; foram também cruciais para adaptar o desempenho do setor público às novas condições de funcionamento da economia.

Nesta seção não nos propomos a analisar detalhadamente o plano Austral,[14] um objetivo que transcederia os limites que havíamos fixado. Procuramos mais bem discutir brevemente este último ponto no marco do modelo utilizado nas seções anteriores.

A crítica às políticas ortodoxas de estabilização enfatizou a ineficácia das restrições monetárias e fiscais para reduzir a inflação, ao mesmo tempo em que ressaltava seus efeitos recessivos. Tomando essa crítica como ponto de partida, desenvolveu-se um diagnóstico diferente dos processos inflacionários,que destacou a importância dos conflitos distributivos e,mais recentemente,o papel da inércia gerada pelos mecanismos de indexação. As propostas heterodoxas de estabilização,incluindo-se o plano Austral entre elas,estão inspiradas nesse tipo de diagnóstico.

O aspecto central da crítica às políticas ortodoxas e às explicações de corte monetarista que lhes davam suporte consistiu no questionamento da relação de causalidade entre moe-

da e inflação. A procura de fatores não monetários para a explicação do fenômeno inflacionário favoreceu a compreensão do mesmo, ao menos no que se refere às economias latinoamericanas; mas ao mesmo tempo obscureceu as conexões da inflação com o funcionamento dos mercados financeiros.

Esta questão é importante, porque embora a moeda não explique os aumentos de preços, a forma pela qual os desequilíbrios orçamentários dos agentes deficitários são financiados não é independente da trajetória da inflação. Isso se deve, como vimos, não apenas ao fato da taxa de inflação ser um dos argumentos das funções de demanda de ativos financeiros, mas decorre sobretudo do fato da inflação promover a transferência de recursos de credores a devedores através da desavalorização do estoque de ativos financeiros em circulação.

A questão não é puramente acadêmica. Com efeito, embora a política antinflacionária não seja de corte ortodoxo, sua consistência interna requer que o desenho da política monetária e fiscal reconheça os efeitos da desinflação sobre a restrição orçamentária do setor público. No caso do plano Austral a política deveria levar em consideração, ademais, a necessidade de manter o superavit comercial requerido pela restrição externa.

Abordemos o problema mais de perto. O congelamento do valor nominal das variáveis reduz drásticamente o ritmo inflacionário. De qualquer modo, se a disponibilidade externa de financiamento não se altera, o saldo comercial que a economia deve gerar continua sendo o mesmo, independentemente das mudanças no panorama interno.

Na medida que reduz as transferências geradas pela desvalorização dos ativos financeiros, a desinflação tende a elevar a renda disponível do setor privado e a reduzir o financiamento involuntário dos desequilíbrios fiscais. Por essa mesma razão, a absorção doméstica tende a aumentar e o superavit comercial a se reduzir.

O choque heterodoxo, portanto, para ser viável, deve ser acompanhado de medidas que preservem o superavit comercial requerido para fechar as contas externas e que asseguram ao governo os recursos necessários para equilibrar suas próprias contas. É possìvel pensar, ao menos em princípio, em medidas que satisfaçam esses objetivos e sejam, ao mesmo tempo, neutras do ponto de vista do nível de emprego e da distribuição de renda.

Suponhamos que no momento inicial, ou seja quando começa a execução da nova política, a economia esteja gerando o superavit comercial necessário para fechar suas contas externas. Nos termos do nosso modelo, isso significa que os valores de e/w e Y são tais que o saldo comercial resultante de (II.14) é aquele requerido para satisfazer a condição retratada em (II.15). Dada a relação câmbio/salário, a oferta agropecuária está determinada por (II.12), e em consequência o emprego agregado por (II.13).

A neutralidade da política antiinflacionária requer que sua aplicação não afete e/w nem N. O congelamento cristaliza a estrutura de preços relativos preexistente e, portanto, mantêm e/w constante. Admitindo-se que o congelamento seja efetivo, a política econômica deve resolver duas questões adicio-

nais: a) manter a absorção doméstica nos níveis prévios ao congelamento e, b) substituir o imposto inflacionário por novas formas de financiamento da atividade do governo.

Ambas as questões estão associadas ao aumento da renda disponível do setor privado que a desinflação proporciona. Se a quantidade real desejada de títulos públicos (monetários e não monetários) aumentasse na mesma medida, o problema não existiria: a remonetização tomaria o lugar do imposto inflacionário, o setor público passaria a se financiar genuinamente e a absorção doméstica permaneceria constante.

Contudo, a rearticulação financeira de uma economia que sai de um processo de hiperinflação não é instantânea. Ainda que após o choque antiinflacionário as quantidades desejadas de ativos domésticos em termos reais certamente sejam superiores, o governo ignora os novos parâmetros das funções de demanda dos agentes privados e,sobretudo, suas velocidades de ajuste. Em tais condições, ao menos no que se refere ao curto prazo, *não parece razoável confiar na remonetização como a única via de* substituição do imposto inflacionário.

Por conseguinte, do ponto de vista do governo o problema consiste em eleger a combinação adequada de medidas monetárias e fiscais que assegurem a satisfação de sua restrição orçamentária. Nesse âmbito, o que nos interessa fundamentalmente é ilustrar o dilema que o governo enfrenta no que diz respeito à perspectiva de programação da política econômica. Nesse sentido, ao invés de operarmos com a equação (II.17), que explicitava de

terminadas funções de comportamento do setor privado a fim de formular a condição de equilíbrio agregado dos mercados financeiros, é preferível estabelecer a restrição orçamentária do governo através de:

$$DF + (1-\theta)\ er\ (i^{*}DE - F) = \dot{TP} + \hat{p}\ TP \qquad (II.17')$$

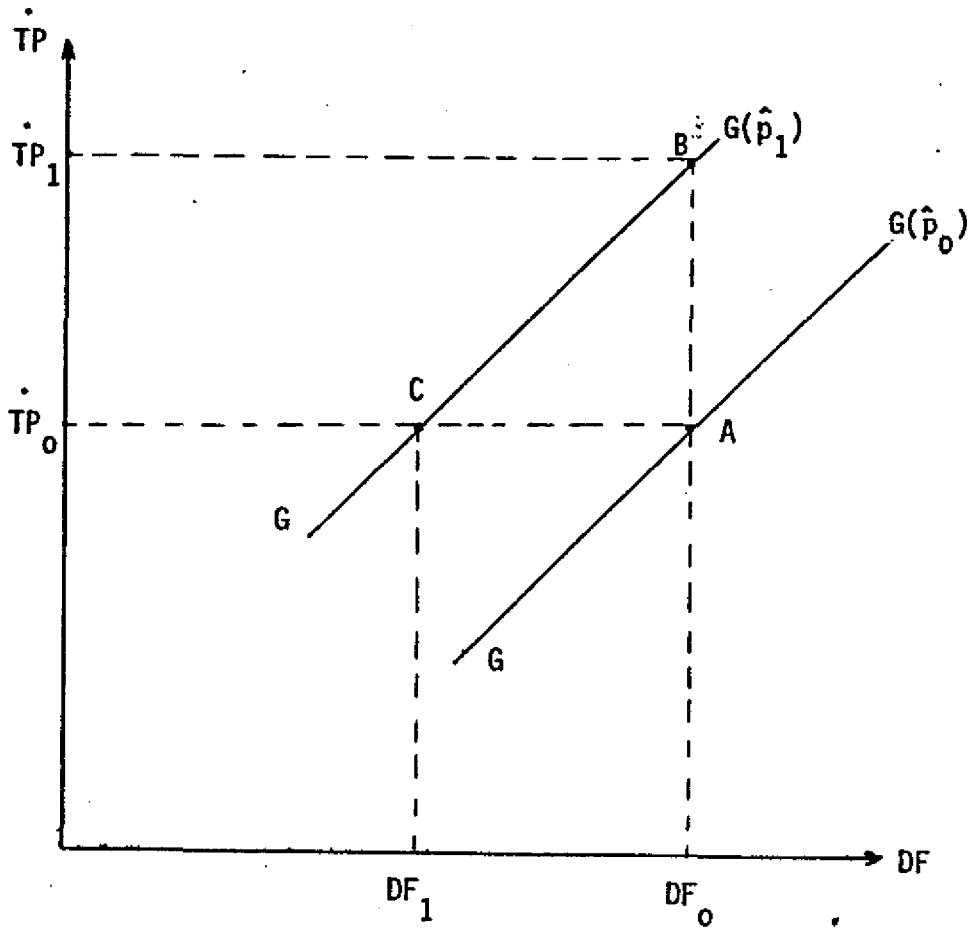
onde $TP = (M/P) + (DIg/P)$ representa o estoque real de títulos públicos em mãos do setor privado e $\dot{TP} = \dot{m} + \dot{d}_g$ sua variação efetiva por unidade de tempo.

A condição (II.17') não inclui qualquer função comportamental e apenas afirma que as necessidades financeiras domésticas do governo, que aparecem do lado esquerdo da equação, devem ser iguais ao aumento do estoque real de títulos públicos em circulação mais o imposto inflacionário. Dada a taxa de inflação e o valor (em termos da moeda nacional) dos pagamentos de juros não refinanciados pelos credores externos, a equação (II.17') estabelece uma relação direta entre DF e $\dot{TP}$: cada aumento de DF deve ser acompanhado por um aumento idêntico de $\dot{TP}$. Por outro lado, caso a taxa de inflação diminua, cada valor assumido por DF exigirá um valor mais elevado de $\dot{TP}$.

Antes do choque, a taxa deinflação era $\hat{p}_o$ e a restrição orçamentária do governo era satisfeita no ponto A. Depois do choque, a taxa de inflação cai para $\hat{p}_1$ e a reta GG definida por (II.17') desloca-se para cima. Na nova situação, DF só poderá permanecer constante se o ritmo de crescimento do estoque real de títulos públicos em circulação sofrer uma aceleração de $\dot{TP}_o$ a $\dot{TP}_1$ (ponto B sobre a nova restrição orçamentária). Em caso

contrário, i.é, se o ritmo de crescimento real do estoque de títulos públicos em circulação não se alterar, o déficit fiscal de origem interna deverá ser reduzido para DF_1 (ponto C sobre a nova restrição orçamentária).[15]

GRÁFICO 5



Quanto mais conservadoras forem as estimativas oficiais sobre o ritmo de remonetização da economia desejada pelo setor privado após o choque antiinflacionário, mais ativa será a política fiscal destinada a reduzir os desequilíbrios orçamentários de origem doméstica. Em outras palavras, a política econômica tenderá a estabelecer metas correspondentes a pontos mais

próximos de C sobre a nova restrição orçamentária, quanto menores forem os valores fixados para a expansão real do endividamento público no mercado interno.

O que ocorre, entretanto, com a absorção doméstica? Como vimos, a desaceleração inflacionária tende a elevar a renda disponível do setor privado; uma parte desse aumento será canalizado para uma maior demanda de títulos públicos, enquanto a outra parte pressionará a absorção doméstica. A política fiscal, por conseguinte, deve ser ativa não somente para equilibrar as finanças públicas, mas também para impedir que a elevação da absorção doméstica repercuta desfavoravelmente sobre o superavit comercial.

Voltando ao gráfico 5, suponhamos que o governo mantenha inalterado o gasto público e complemente o choque antiinflacionário com um aumento dos impostos e medidas que expandam outras receitas correntes de tal modo que o déficit fiscal de origem interna se reduza de DF_0 para DF_1. Mantendo o ritmo de expansão do estoque real de títulos públicos em TP_0, o governo irá recuperar por essa via os recursos transferidos ao setor privado em decorrência da desaceleração inflacionária. Na medida em que a substituição do imposto inflacionário por receitas genuínas seja neutra no plano distributivo, a absorção doméstica permanecerá constante. O mesmo deverá ocorrer na passagem do ponto A a qualquer ponto entre B e C da nova restrição orçamentária, sempre que a política monetária e fiscal do governo conseguir evitar que a absorção doméstica seja afetada por efeitos redistributivos.

Em resumo, o choque antiinflacionário promovido pelo plano Austral deve ser entendido como uma política de emergência implementada em um contexto muito particular, no qual a redução drástica do ritmo inflacionário aparecia inquestionavelmente como uma condição para recuperar a efetividade da política econômica e para evitar, por esse meio, que o ajustamento externo conduzisse ao colapso do setor público e à completa desarticulação das relações econômicas. Vimos nesta seção que, para ser viável, uma política desta natureza têm que assegurar simultaneamente a satisfação da restrição orçamentária do governo. Vimos também que, mesmo em condições de restrição externa, essa política é compatível com a neutralidade do ponto de vista do nível de emprego e da distribuição de renda.

7. Conclusões

Nessa capítulo procedemos a reformulação do modelo desenvolvido no capítulo anterior, com a finalidade de analisar as transformações operadas na dinâmica de funcionamento à curto prazo da economia. A reformulação nos permitiu também visualisar os novos dilemas de política econômica ocasionados pelas mudanças do nível e da composição do endividamento externo e da composição dos portfolios privados ocorridas na economia argentina durante a breve experiência de abertura ao exterior do final da década de setenta.

Com efeito, quando estancaram os fluxos de financiamento externo e os problemas cambiais passaram a reaparecer, a economia encontrava-se fortemente endividada com o exterior.

Por outro lado, uma elevada proporção de dívida externa havia ficado em mãos do setor público.

Do ponto de vista do balanço de pagamentos, a magnitude dos pagamentos de juros externos e o racionamento da oferta internacional de crédito obrigaram a economia a sustentar um superavit permanente em seu comércio exterior.

Do ponto de vista das contas fiscais, o aumento dos compromissos externos do governo tendeu a agravar seus desequilíbrios orçamentários e, por essa via, a criar uma oferta excedente de títulos nos mercados financeiros domésticos.

Em consequência, as transferências para o exterior impostas pelas novas condições de financiamento internacional, passaram a ter repercussões não apenas reais (via superavit comercial) como também no plano financeiro (via déficit fiscal).

Esta é, precisamente, a razão que de fato impede fragmentar a análise e subtrai validade ao enfoque unilateral do approach estruturalista tradicional que, ao contrário, é plausível apenas sob condições de funcionamento da economia tais como as vigentes anteriormente à experiência de abertura ao exterior.

Tendo isso em mente, caberia indagar sobre as alternativas que teriam restado à economia quando esgotaram-se as possibilidades de financiar irrestritamente com poupança externa os desequilíbrios do balanço de pagamentos em transações correntes.

Como mostramos acima, as transformações originadas pela crise da experiência de abertura fizeram com que a mudança de preços relativos não fosse mais suficiente para lograr o ajustamento doméstico à restrição externa.

Este fato, ademais, impôs às decisões de política econômica novas exigências em termos de sua consistência interna. Em particular, quando a transferência de recursos envolvia apenas uma questão real, as políticas cambiais e salariais orientadas para a elevação da relação e/w serviam (independentemente de seus custos) para melhorar os resultados da balança comercial e não repercutiam, ao menos diretamente, sobre o funcionamento dos mercados financeiros. Desde a crise do endividamento, entretanto, embora tais políticas continuassem sendo efetivas no plano real, começaram também a repercutir negativamente sobre os mercados financeiros. Isto porque, ao se elevar a taxa de câmbio real, ampliava-se o valor (em termos da moeda nacional) dos compromissos externos do governo e, consequentemente, suas necessidades de financiamento.

Apesar de seus efeitos contrapostos sobre a situação do balanço de pagamentos e sobre o orçamento do governo, as políticas cambiais e salariais requeridas pelo ajustamento externo continuaram orientadas para a elevação da relação e/w. Contudo, por si mesmas tais políticas não poderiam realizar todo o ajuste, pois apenas um instrumento não basta para alcançar dois objetivos.

Partindo dessa constatação, o capítulo analisa diversas possibilidades de ajuste.

Em primeiro lugar, mesmo que o processo inflacionário não mantivesse qualquer relação com as mudanças de preços relativos, a taxa de inflação tenderia a se acelerar paralelamente ao aumento das transferências ao exterior, na medida em que o processo inflacionário se mostrasse sensível aos desequilíbrios monetários gerados pelos problemas orçamentários do governo. Esta tendência poderia ser neutralizada caso o governo realizasse uma política fiscal suficientemente restritiva, ou conseguisse todo o financiamento adicional requerido através do aumento da taxa de juros. Este resultado contrasta com a situação analisada no capítulo anterior, onde as únicas pressões altistas sobre o ritmo de inflação provinham das alterações de preços relativos.

Todavia, a evidência empírica disponível para a economia argentina e para outras economias latinoamericanas semi-industrializadas demonstram a escassa influência direta que os desequilíbrios monetários exercem sobre o processo inflacionário. Nesse caso, o ajustamento externo necessariamente deverá combinar a alteração de preços relativos com o aumento da taxa real de juros e com medidas fiscais restritivas.

Dada a política fiscal e a taxa de inflação, todo o ajuste deve provir, em princípio, da mudança de preços relativos e do aumento da taxa de juros. Este último favorece simultaneamente o ajuste real e financeiro da economia na medida em que estimula a oferta voluntária de financiamento privado.

Entretanto, em uma economia fortemente indexada como a Argentina, a tentativa de alterar os preços relativos nor-

malmente tende a acelerar o ritmo da inflação. Este fenômeno, apesar de dificultar o ajustamento efetivo dos preços relativos e o aumento da taxa real de juros, contribui para o ajuste externo em virtude da ampliação das transferências (involuntárias) de recursos privados que a inflação propicia, e dos efeitos recessivos derivados destas transferências. Mas isto ocorre ao custo de uma crescente desmonetização e desarticulação financeira da economia.

A taxa de juros, por razões diferentes daquelas que explicam a exogeneidade da taxa de inflação, podem também deixar de desepenhar o papel de variável de ajuste à restrição externa. Os motivos remontariam à reduzida dimensão do mercado creditício ou, simplesmente, à circunstância do governo decidir fixar a taxa nominal de juros visando outros objetivos (como, por exemplo, a socialização das perdas privadas). Nesse caso, além da alteração de preços relativos, o ajustamento requer que o governo reduza seu déficit operacional, elevando impostos ou diminuindo o gasto público.

As dificuldades inerentes ao aumento da arrecadação tributária em um contexto recessivo e inflacionário, e a relativa rigidez dos gastos correntes, explicam o forte declínio do investimento público provocado pelo ajuste externo.

De todo modo, o governo encontra, mesmo para efetuar cortes no investimento público, limites difíceis de superar. Nesse caso, restam apenas duas alternativas: uma delas é aumentar a colocação compulsória de títulos públicos e a outra refere-se a redução do investimento privado.

As dificuldades associadas à elevação compulsória da dívida pública interna são semelhantes àquelas colocadas pelo aumento da arrecadação tributária. Nessas condições, portanto, torna-se inevitável a contração do investimento privado. Na realidade, não é difícil encontrar argumentos para explicar a redução da inversão privada em bases voluntárias: dentre eles podem ser mencionados a sua complementariedade com relação ao investimento público e a evolução da taxa de retorno esperada em um contexto de forte incerteza. Em todo caso, se a redução voluntária não se mostrar suficiente, existiria a alternativa de ajustar o investimento efetivo através do racionamento da oferta de crédito dirigida ao setor privado.

De fato, durante o período considerado neste capítulo, o racionamento de crédito foi, juntamente com o imposto inflacionário, uma das principais formas de gerar os recursos que deviam ser transferidos ao exterior e de atender, em desequilíbrio, as maiores necessidades financeiras do governo.

Como apontamos mais acima, a breve experiência de abertura ao exterior provocou uma forte dolarização dos portfolios privados que, uma vez restabelecido o controle de câmbio, estimulou o desenvolvimento de um ativo mercado paralelo de divisas. A operação desse mercado amplificou os efeitos negativos do ajuste externo, ao desviar parte da oferta-fluxo de divisas para fora dos circuitos institucionalizados.

Por outro lado, a substituição de ativos domésticos por ativos externos era permanentemente fomentada pelas dificul-

dades enfrentadas no pagamento dos compromissos externos nos prazos contratuais e pelo estado de negociação permanente com o FMI e com os bancos credores; esses fatos intensificavam de modo recorrente as expectavias de desvalorização da taxa de âmbio. As filtrações de divisas provenientes do comercio exterior, amplificadas pela diferença entre as cotações no mercado oficial e paralelo, frequentemente alcançavam uma magnitude tal que acabavam forçando o aumento efetivo da taxa de câmbio. Nesses casos, as expectativas de desvalorização convertiam-se em uma profecia autocumprida.

O capítulo conclui, finalmente, com uma breve consideração dos aspectos fiscais e monetários de um plano antiinflacionário de natureza heterodoxa, do estilo do plano Austral. Esse plano foi implementado em meados de 1985 visando reduzir drasticamente o ritmo inflacionário e evitar, por esse meio, que o ajustamento externo caótico do período precedente conduzisse ao colapso do governo e a desarticulação das relações econômicas.

Depreende-se de nossa análise que uma política dessa natureza, para ser viável, deve buscar ativamente garantir a satisfação da restrição orçamentária do governo. Entretanto, mesmo em condições de restrição externa, essa política é compatível com a neutralidade do ponto de vista do nível de emprego e da distribuição de renda.

APÊNDICE

Nesse apêndice são consideradas as condições de estabilidade dos dois modelos apresentados nesse capítulo, e explicitadas as principais expressões analíticas correspondentes aos exercícios de estática comparativa desenvolvidos.

No modelo sem dolarização, o núcleo do sistema pode ser formulado através das duas seguintes equações:

$$NFG\ (e/w,\ ir,\ TE) = \dot{AI}\ (ir,\ \hat{p}) - I \qquad (A.1)$$

$$B\ (e/w,\ ir,\ \hat{p}) = TE \qquad (A.2)$$

A equação (A.1) é obtida incorporando-se (II.16) a (II.17) e levando em conta as seguintes definições:

$$NFG = DF + (1-\theta)\ er\ (i^*\ DE - \dot{F})$$

$$\dot{AI}\ (ir,\ \hat{p}) = \dot{M}\ (ir,\ \hat{p}) + \dot{DI}\ (ir,\ \hat{p})$$

onde NFG constitui as necessidades de financiamento doméstico do governo e $\dot{AI}(ir,\ \hat{p})$ a demanda-fluxo real de ativos financeiros domésticos.

A equação (A.2) é obtida incorporando-se (II.11) e (II.14) a (II.15) e levando em conta que TE (o montante das transferências efetivas ao exterior) é definido do seguinte modo:

$$TE = i^*DE - \dot{F}$$

Supondo que Y*, a renda disponível permanente do setor privado, permanece constante, não há necessidade de explicitar esta variável nas funções formuladas acima.

Para ilustrar a análise realizada ao longo do texto, consideremos a taxa real de juros e a relação câmbio/salário como variáveis endógenas.

Em primeiro lugar, o sistema será estável se a taxa de juros ajustar-se positivamente face aos excessos de demanda no mercado de ativos domésticos e se a relação câmbio/salário ajustar-se aos excessos de demanda no mercado cambial.

Com efeito, definimos formalmente as regras de ajuste como se segue:

$$\frac{dir}{dt} = h_1 \, (NFG \, (e/w, \, ir, \, TE) + I - \dot{AI}(ir, \hat{p})), \; h_1 > 0 \qquad (A.3)$$

$$\frac{d(e/w)}{dt} = h_2 \, (TE - B(e/w, \, ir, \, \hat{p})), \; h_2 > 0 \qquad (A.4)$$

A matriz jacobiana de (A.3) e (A.4) é:

$$J = \begin{bmatrix} \overset{(-)}{NFG_{ir} - \dot{AI}_{ir}} & \overset{(+)}{NFG_{e/w}} \\ \\ \underset{(+)}{-B_{ir}} & \underset{(+)}{-B_{e/w}} \end{bmatrix}$$

Supor que $NFG_i - \dot{AI}_i < 0$ significa, simplesmente, admitir que o aumento da taxa de juros gera um aumento líquido da oferta-fluxo de crédito. Nesse caso, a matriz J satisfaz as condições de estabilidade:

$$t_r \; J = (NFG_{ir} - \dot{AI}_{ir}) - B_{e/w} < 0$$

$$\det J = (NFG_{ir} - \dot{AI}_{ir}) \, B_{e/w} + NFG_{e/w} \, B_{ir} > 0$$

Um aumento das transferências efetivas ao exterior terá o seguinte impacto sobre as variáveis endógenas:

$$\frac{\partial ir}{\partial TE} = \frac{1}{\det J} \overset{(+)}{(NFG_{TE} \; B_{e/w} + NFG_{e/w})} > 0$$

$$\frac{\partial (e/w)}{\partial TE} = \frac{1}{\det J} \; (NFG_{TE} \; B_{ir} + (NFG_{ir} - \dot{AI}_{ir})) > 0$$

$$\text{se } NFG_{TE} \; B_{ir} < \dot{AI}_{ir} - NFG_{ir}$$

Portanto, a condição suficiente para que $\partial(e/w)/\partial \; TE > 0$ é que os efeitos diretos prevalesçam sobre os efeitos cruzados.

O caso com inflação endógena pode ser tratado analogamente, com os resultados já apresentados no texto.

Quando extendemos o modelo a fim de contemplar a possibilidade de dolarização dos portfolios privados, o núcleo do sistema fica integrado pelas três seguintes equações:

$$NFG \; (e/w, \; ir, \; TE) = AI \; (ir, \; \hat{p}, \; i^* + \hat{e}r) - I \qquad (A.5)$$

$$\alpha B \; (e/w, \; ir, \; \hat{p}) = TE \qquad (A.6)$$

$$(1 - \alpha) B \; (e/w, \; ir, \; \hat{p}) = \dot{AE} \; (ir, \; \hat{p}, \; i^* + \hat{e}r) \qquad (A.7)$$

Suponhamos agora que, além da taxa de juros e da relação câmbio/salário, o coeficiente α também seja endógeno. Postulemos as seguintes regras de ajuste:

$$\frac{dir}{dt} = g_1 \; (NFG \; (e/w, \; ir, \; TE) + I - \dot{AI}(ir, \; \hat{p}, \; i^* + \hat{e}r), \; g_1 > 0 \qquad (A.8)$$

$$\frac{d(e/w)}{dt} = g_2 (TE - \alpha B(e/w, \; ir, \; \hat{p})), \; g_2 > 0 \qquad (A.9)$$

$$\frac{d\alpha}{dt} = -g_3 \; (\dot{AE} \; (ir, \; \hat{p}, i^* + \hat{e}r) - (1-\alpha) B(e/w, \; ir, \; \hat{p})) \; g_3 > 0 \qquad (A.10)$$

De acordo com (A.8) a taxa de juros tende a se elevar quando há excesso de demanda no mercado de ativos domésticos e, segundo (A.9), o mesmo ocorre com a relação câmbio/salário quando há excesso de demanda no mercado oficial de câmbio. De acordo com (A.10), por sua vez, o coeficiente α tende a reduzir-se quando há excesso de demanda no mercado paralelo de divisas.

Nesse caso, a matriz jacobiana será:

$$J' = \begin{bmatrix} \overset{(-)}{NFG_{ir}-\dot{AI}_{ir}} & \overset{(+)}{NFG_{e/w}} & 0 \\ \overset{(+)}{-\alpha B_{ir}} & \overset{(+)}{-\alpha B_{e/w}} & -B \\ -(\dot{AE}_{ir}-(1-\alpha)\ B_{ir}) & (1-\alpha)B_{e/w} & -B \\ \overset{(-)}{} & \overset{(+)}{} & \end{bmatrix}$$

que também satisfaz as condições requeridas para que o sistema seja estável:

$$tr\ J' = (NFG_{ir}-\dot{AI}_{ir}) - \alpha B_{e/w} - B < 0$$

$$\det J' = B((NFG_{ir}-\dot{AI}_{ir})\ (1-\alpha)B_{e/w}(\dot{AE}_{ir}-(1-\alpha)B_{ir}) - \det J) < 0$$

$$B\ \alpha\ B_{e/w} + B(1-\alpha)\ B_{e/w} = B\ B_{e/w} > 0$$

Quando aumentam as transferências ao exterior que a economia deve realizar, o impacto sobre as variáveis endógenas será o seguinte:

$$\frac{\partial ir}{\partial TE} = \frac{-B}{\det J'} \quad (NFG_{TE}\ B_{e/w} + NFG_{e/w}) \quad > 0$$

$$\frac{\partial (e/w)}{\partial TE} = \frac{B}{\det J'} \quad (NFG_{TE}(B_{ir}-\dot{AE}_{ir}) + (NFG_{ir}-\dot{AI}_{ir})) > 0,$$

$$\text{se} \quad NFG_{TE}(B_{ir}-\dot{AE}_{ir}) < \dot{AI}_{ir}-NFG_{ir}$$

$$\frac{\partial \alpha}{\partial TE} = \frac{1}{\det J'} (\alpha \dot{AE}_{ir} B_{e/w} NFG_{TE} + (1 - \alpha) (NFG_{ir} - \dot{AI}_{ir}) B_{e/w} +$$

$$+ (\dot{AE}_{ir} - (1-\alpha) B_{ir}) NFG_{e/w}) > 0$$

Finalmente, a acentuação das expectativas de desvalorização produzirá o seguinte impacto sobre as variáveis endógenas:

$$\frac{\partial ir}{\partial \hat{e}r} = \frac{B}{\det J'} (\dot{AI}_{\hat{e}r} B_{e/w} - \dot{AE}_{\hat{e}r} NFG_{e/w}) > 0$$

$$\frac{\partial (e/w)}{\partial \hat{e}r} = \frac{B}{\det J'} ((\dot{AE}_{ir} - B_{ir}) \dot{AI}_{\hat{e}r} + (NFG_{ir} - \dot{AI}_{ir}) \dot{AE}_{\hat{e}r} > 0,$$

$$\text{se } (\dot{AE}_{ir} - B_{ir}) \dot{AI}_{ir} - NFG_{ir}) \dot{AE}_{\hat{e}r}$$

$$\frac{\partial \alpha}{\partial \hat{e}r} = \frac{\alpha}{\det J'} (B_{e/w} (\dot{AE}_{\hat{e}r} (\dot{AI}_{ir} - NFG_{ir}) - \dot{AE}_{ir} \dot{AI}_{\hat{e}r} + NFG_{e/w} B_{ir} \dot{AE}_{\hat{e}r}) < 0,$$

$$\text{se } B_{e/w} \dot{AE}_{\hat{e}r} (\dot{AI}_{ir} - NFG_{ir}) + NFG_{e/w} \dot{AE}_{\hat{e}r}$$

$$\dot{AE}_{ir} \dot{AI}_{\hat{e}r}$$

Tal como no modelo sem dolarização, basta que os efeitos diretos prevalesçam sobre os efeitos cruzados para que $(\partial(e/w)/\partial TE) > 0$. Esta condição também é suficiente para que $(\partial(e/w)/\partial \hat{e}r) > 0$ e para que $(\partial\alpha/\partial \hat{e}r) < 0$.

O caso com taxa de juros exógena e gasto público endógeno pode ser tratado análogamente, com os resultados já apresentados ao longo do texto.

NOTAS

1. Uma análise crítica desta política e a discussão de seus fundamentos teóricos podem ser encontradas em Frenkel (1980b) e Winograd (1984).

2. A relação entre expectativas quanto a taxa de câmbio e mobilidade imperfeita de capitais é analisada em Frenkel (1981), Damill e Frenkel (1985) e Williamson (1983). O processo de endividamento externo e sua relação com a fuga de capitais é descrita detalhadamente em Frenkel e Fanelli (1985).

3. O vínculo entre a crise do sistema financeiro doméstico e a fuga de capitais é tratado por Feldman e Sommer (1983). Fernández (1983) apresenta uma interpretação diferente da crise financeira.

4. Uma abordagem detalhada desse período é proporcionada por Frenkel e Fanelli (1985) e por Heymann (1986).

5. O processo de estatização da dívida externa é analisado em Graziano (1985).

6. A dupla face do problema da transferência já havia sido apontada por Keynes (1919) com relação às reparações de guerra pela Alemanha. Mais recentemente, a questão foi retomada por numerosos trabalhos no contexto da crise do endividamento latinoamericano. Para o caso brasileiro, o impacto das transferências é destacado por Fraga Neto e Lara-Resende (1985) e por Arida (1985). Para o caso argentino, por Frenkel e Fanelli (1986). A especificação das necessidades de financiamento doméstico do governo (NFG) que aparece no texto remete-se a Arida (1985).

7. Na prática, o impacto negativo que a desvalorização produz sobre o déficit fiscal através dos pagamentos de juros externos é amortecido pelo efeito favorável exercido sobre o valor dos impostos ad-valorem que incidem sobre o comércio ex

terior (tarifas e retenções). Este último aspecto, apontado por Krugman e Taylor (1978), não é considerado em nosso modelo, que trata o déficit fiscal de origem doméstica (DF) como uma variável exogenamente determinada, para salientar o problema que nos ocupa.

8. Levando em conta o comentário da nota anterior pode-se afirmar que a existência de impostos ad-valorem sobre o comércio exterior torna mais provável que o ajuste conjunto requeira o aumento (e não a diminuição) da relação câmbio/salário.

9. Uma resenha completa dos estudos realizados nesta área pode ser consultada em Frenkel (1985) e em Figueiredo et al. (1986).

10. Para que a derivada da curva GG seja positiva, basta que a poupança líquida canalizada para ativos domésticos seja uma função direta da taxa de juros.

11. A complementariedade do investimento público e privado nas economias latinoamericanas é um fato bem conhecido. Sobre essa questão, veja-se Werneck (1986). O impacto do ajustamento externo sobre a taxa esperada de retorno do investimento privado é destacado por Frenkel e Fanelli (1986).

12. Em geral, o saldo comercial oficialmente registrado em uma economia dolarizada será:

$$\alpha X - (1 + (1 - \alpha))\, M = \alpha B - 2(1 - \alpha)M$$

Cabe recordar, contudo, que para simplificar a análise supomos em nossa estilização que o comércio exterior da economia apenas canaliza a diferença (positiva ou negativa) entre a demanda e a oferta de insumos comerciáveis. Em outras palavras, a economia irá exportar (e não importar) quando se deparar com uma oferta excedente de insumos comerciáveis, e irá importar (e não exportar) na situação oposta. No primeiro caso (que é o considerado no texto) o saldo comercial oficial será:

$$\alpha X = \alpha B$$

No segundo caso (demanda excedente de insumos comerciáveis) o saldo comercial oficial, por sua vez, deverá ser expresso por:

$$-(1 + (1 - \alpha))\, M = (1 + (1 - \alpha))\, B$$

13. A possibilidade de um ajuste especulativo de caráter explosivo foi destacado, em relação com as expectativas quanto as variações da taxa de câmbio, por Frenkel (1981). Taylor (1986) volta a insistir sobre esse mesmo ponto.

14. O plano Austral é analisado, sob diferentes ângulos, por Heymann (1986), Frenkel e Fanelli (1986), Canavese e Petrecolla (1986), Taylor (1986), Frenkel e Damill (1986) e Rozenwurcel (1985).

15. Na realidade, parte da redução do déficit fiscal resultará endogenamente do processo de desinflação, que tenderá a elevar o valor real da arrecadação tributária. Como já foi explicado na nota 7, na construção do modelo optamos por considerar exógenas as receitas do governo a fim de realçar os problemas fiscais colocados pelas transferências ao exterior.

ANEXO ESTATÍSTICO

QUADRO 1

Indicadores Macroeconômicos

Período	Taxa de crescim. PIB (em %)	Taxa de Inflação (1) (em %)		Balanço de Pagamentos (milhões de dólares)	
		IPC (2)	IPA (3)	Saldo Comerc.	Transações Correntes
1951	3,9	50,5	53,7	-311	-324
1952	-5,0	18,8	20,5	-492	-445
1953	5,3	-	4,6	330	336
1954	4,1	15,8	7,1	47	60
1955	7,1	7,1	12,5	-244	-239
1956	2,8	17,6	21,3	-184	-129
1957	5,2	25,5	24,8	-335	-301
1958	6,1	50,6	57,6	-239	-256
1959	-6,5	101,7	100,6	26	14
1960	7,9	12,1	1,6	-170	-197
1961	7,1	18,8	16,8	-496	-572
1962	-1,6	31,8	37,3	-140	-268
1963	-2,4	27,6	21,5	385	234
1964	10,3	18,1	22,7	333	36
1965	9,2	38,2	30,9	295	195
1966	0,6	29,9	20,6	468	216
1967	2,6	27,3	20,8	369	135
1968	4,4	9,5	4,8	199	-45
1969	8,5	6,6	6,7	16	-222
1970	5,4	21,7	23,4	79	-156
1971	4,8	39,1	48,1	-128	-389
1972	3,1	64,1	75,9	36	-223
1973	6,1	43,7	30,8	1.037	711
1974	5,7	40,0	36,1	296	128
1975	-0,5	335,1	348,0	-985	-1.289
1976	-0,5	349,0	386,2	833	650
1977	6,3	160,0	147,2	1.490	1.290
1978	-3,3	169,3	143,3	2.566	1.834
1979	6,5	140,1	128,8	1.110	-550
1980	1,0	87,5	57,4	-2.519	-4.768
1981	-6,4	131,2	180,2	-278	-4.714
1982	-5,2	209,7	311,3	2.288	-2.358
1983	3,3	433,6	411,3	3.332	-2.437
1984	2,4	686,8	624,6	3.523	-2.391
1985	-4,4	385,4	363,8	3.900 *	-1.300*

FONTE: Banco Central e Indec.

* Estimado
(1) Entre dezembro de cada ano e igual mês do ano anterior.
(2) IPC: Indice de Preços ao Consumidor.
(3) IPA: Indice de Preços por Atacado.

QUADRO 2

Renda Nacional, Poupança e Investimento (em percentagem do PIB)

Período	PIB	Efeito Termos Intercâmbio	Pagamentos Líquidos a Fatores	PNB	Consumo	Poupança Nacional	Poupança Externa	Investimento Bruto	Saldo Com. Bens e Serviços
1975	100,0	-	-0,8	99,2	81,5	17,7	2,4	20,1	-1,6
1976	100,0	-1.1	-0,9	98,0	75,9	22,0	-0,8	21,2	2,8
1977	100,0	-0,6	-1,0	98,4	72,8	25,6	-1,7	23,9	3,3
1978	100,0	-2,0	-1,6	96,4	73,4	23,0	-1,6	21,4	5,2
1979	100,0	-1,3	-1,5	97,2	77,1	20,1	1,8	21,9	1,0
1980	100,0	0,8	-1,3	99,5	79,9	19,6	4,2	23,8	-3,7
1981	100,0	0,7	-3,8	96,9	81,9	15,0	3,8	18,8	-0,7
1982	100,0	-1,9	-5,0	93,1	78,7	14,4	2,4	16,8	4,5
1983	100,0	-2,2	-6,0	91,8	79,3	12,5	2,4	14,9	5,8
1984	100,0	-1,4	-6,1	92,4	82,9	9,5	2,4	11,9	5,1

FONTE: Banco Central. Secretaria da CEPAL em Buenos Aires e FIDE.

QUADRO 3

Demanda global (base 1975 = 100)

Período	PIB	Consumo	Investimento	Exportação	Importação
1975	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1976	99,5	92,7	105,0	131,6	74,4
1977	105,8	94,5	125,8	166,5	95,8
1978	102,3	92,1	108,9	179,4	86,4
1979	108,9	103,0	118,6	175,1	130,6
1980	110,0	107,8	130,2	168,4	186,7
1981	103,0	103,5	96,3	181,7	179,5
1982	97,6	94,2	81,6	184,4	104,0
1983	100,9	98,2	74,8	199,9	99,1
1984	103,3	105,1	61,2	198,5	105,3
1985	98,8				
			Composição		
1975-79	100,0	76,1	21,7	10,6	8,4
1980	100,0	79,9	23,8	11,1	14,8
1981	100,0	81,9	18,8	12,8	13,5
1982	100,0	78,7	16,8	13,8	9,3
1983	100,0	79,3	14,9	14,4	8,6
1984	100,0	82,9	11,9	14,0	8,8

FONTE: Banco Central.

QUADRO 4

Composição Setoral do Produto

Período	PIB	Agricultura	Mineração	Indústria	Construção	Serviços
1975-79	100,0	13,5	2,3	26,7	6,7	50,8
1980-84	100,0	14,6	2,7	23,7	5,2	53,8

FONTE: Banco Central.

QUADRO 5

Balanço de Pagamentos (milhões de dólares)

Período	Bens			Serviços			Conta Corrente	Movimento de Capitais não Compensatórios
	Exportações	Importações	Saldo	Reais	Financeiros	Saldo		
1975	2.961,3	3.943,5	-985,2	125,6	-429,6	-304,0	-1.289,2	191,1
1976	3.916,1	3.033,0	883,1	240,5	240,5	-252,0	649,6	-515,9
1977	5.651,8	4.161,5	1.490,3	346,8	346,8	-231,7	1.289,9	1.286,5
1978	6.399,5	3.833,7	2.565,8	-99,8	-680,8	-780,6	1.833,6	1.233,9
1979	7.809,9	6.700,0	1.109,9	-761,3	-920,0	-1.681,3	-536,4	4.686,9
1980	8.021,4	10.540,6	-2.519,2	-740,1	-1.531,4	-2.271,5	-4.767,8	2.551,7
1981	9.143,0	9.430,0	-287,0	-704,9	-3.699,7	-4.404,6	-4.714,0	1.489,7
1982	7.623,7	5.336,9	2.286,8	42,5	-4.718,5	-4.676,0	-2.357,7	-2.323,5
1983	7.835,0	4.515,0	3.320,0	-365,0	-5.407,9	-5.772,9	-2.437,5	-1,419,0
1984	8.100,0	4.600,0	3.500,0	-283,0	-5.712,0	-5.995,0	-2.492,1	530,2
1985*	7.800,0	3.900,0	3.900,0	-200,0	-5.000,0	-5.200,0	-1.300,0	450,0

FONTE: Banco Central e FIDE.

* Estimado.

QUADRO 6

Composição de Exportações e Importações (em %)

	1970-74	1975-79	1980	1984
Exportações	100,0	100,0	100,0	100,0
Primárias	59,3	48,7	44,6	53,0
Manuf. de origem agrop.	24,0	31,4	32,9	29,3
Manuf. de origem ind.	16,7	19,9	22,5	17,7
Importações	100,0	100,0	100,0	100,0
Mat.pr. e ins.interm.(1)	77,6	71,9	59,8	60,7
Bens de capital	18,0	22,4	22,6	34,2
Bens de consumo	4,4	5,7	17,6	5,1

FONTE: INDEC e Banco Central

(1) Inclui combustíveis e lubrificantes.

QUADRO 7

Dívida Externa (milhões de dólares)

Período	Dívida Externa					Reservas	Dívida Líquida
	Total (1)	Pública (2)	2/1 (%)	Privada (3)	3/1 (%)		
1975	7.875	4.021	50,8	3.854	49,2	619	7.256
1976	8.279	5.189	62,7	3.090	37,3	1.812	6.467
1977	9.678	6.044	62,5	3.634	37,5	4.039	5.639
1978	12.496	8.357	66,8	4.139	33,2	6.037	6.459
1979	19.034	9.960	52,3	9.074	47,7	10.480	8.554
1980	27.162	14.459	53,2	12.703	46,8	7.684	19.478
1981	35.671	20.024	56,1	15.647	43,9	3.877	31.794
1982	40.703	26.341	64,7	14.362	35,3	3.226	37.477
1983	44.377	30.108	67,8	14.269	32,2	3.470	40.907
1984	47.821	37.628	78,7	10.193	21,3	3.666	44.155
1985*	49.300	39.000	80,1	9.800	19,9	5.459	43.841

FONTE: Banco Central

* Estimado

QUADRO 8

Indicadores de Solvência Externa

Período	Dívida Líquida / PNB	Serviços Financeiros / PNB	Dívida Líquida / Exportações	Serviços Financeiros / Exportações	Saldo Comercial / Exportações
1975	0,18	0,01	2,45	0,15	-0,33
1976	0,16	0,01	1,65	0,13	0,23
1977	0,12	0,01	0,99	0,10	0,26
1978	0,12	0,01	1,01	0,11	0,40
1979	0,14	0,01	1,10	0,12	0,14
1980	0,27	0,02	2,43	0,19	-0,31
1981	0,44	0,05	3,48	0,40	0,03
1982	0,57	0,07	4,92	0,63	0,30
1983	0,61	0,08	5,22	0,69	0,42
1984	0,64	0,08	5,45	0,71	0,43
1985*	0,68	0,07	5,62	0,64	0,50

FONTE: Banco Central

* Estimado.

QUADRO 9

Emprego e Desemprego (Base 1970 = 100)

Período	Ocupação Manufatureira (1)	Taxa de Desemprego (2)	Taxa de Subemprego Aberto (3)
1980	88,2	2,6	5,2
1981	77,1	4,8	5,5
1982	73,0	5,3	6,6
1983	75,4	4,7	5,8
1984	77,5	4,6	5,5
2º Trim.1985	74,6	6,3	6,6

FONTE: INDEC.

(1) Indice de trabalhadores ocupados em grandes estabelecimentos industriais.

(2) Desemprego como percentagem da população economicamente ativa em um grupo de áreas urbanas médias e grandes.

(3) Proporção da população assalariada que trabalhou menos de 35 horas na semana da pesquisa e que desejava trabalhar mais horas, em um grupo de áreas urbanas médias e grandes.

QUADRO 10

Principais Variáveis Nominais (Taxas de variação mensais)

Período	IPC	IPA	Taxa de Câmbio Oficial (1)	Salário Nominal (2)	Tarifas Públicas	M_1 (3)	M_2 (4)
1980	5,4	3,9	1,9	6,0	6,4	5,9	5,4
1981	7,5	9,0	11,8	5,7	8,7	4,1	6,3
1982	9,9	12,5	15,7	10,3	8,9	10,2	6,7
1983	15,0	14,6	14,1	17,1	16,6	13,5	14,3
1984	18,8	18,0	18,4	19,5	20,2	16,8	17,2
1 Trim 1985	24,1	22,2	23,9	21,7	20,1	17,5	18,6
2 Trim 1985	28,4	34,9	33,9	25,0	37,9	25,4	28,9
3 Trim 1985	3,7	0,4	2,9	3,6	2,3	17,8	15,8
4 Trim 1985	2,5	0,8	-	4,0	-	12,0*	6,2*

FONTE: Secretaria da CEPAL em Buenos Aires.

* Estimado

(1) Médias mensais.

(2) Salário Mensal por trabalhador da indústria.

(3) M_1: Papel moeda emitido menos encaixes nos bancos comerciais, mais depósitos à vista (médias mensais de saldos diários).

(4) M_2: M_1 mais depósitos a prazo nos bancos comerciais, incluindo juros e ajustes.

QUADRO 11

Preços Relativos (Base 1980 = 100)

Período	Taxa de câmbio Real (Oficial) (a)	(b)	Salário Real (c)	Relação Câmbio/Salário
1973	186,5	163,1	112,7	165,5
1974	204,1	170,8	127,5	160,1
1975	210,1	145,0	118,9	176,7
1976	266,4	179,9	80,3	331,8
1977	223,7	180,4	81,1	275,8
1978	184,3	156,0	78,1	236,0
1979	128,4	117,6	90,0	142,7
1980	100,0	100,0	100,0	100,0
1981	128,2	123,8	90,8	141,2
1982	227,2	169,5	80,8	281,2
1983	263,2	178,6	106,5	247,1
1984	240,1	178,8	129,5	185,4

FONTE: Banco Central e INDEC.

(a) Deflacionado pelo IPC
(b) Deflacionado pelo IPA
(c) Deflacionado pelo IPC.

QUADRO 12

Poupança, Investimento e Financiamento do Setor Público Consolidado (não financeiro) (em percentagem do PIB)

	1980	1981	1982	1983	1984*	1985*
1. Receitas Correntes	27,60	25,37	22,16	23,43	22,17	25,00
. Tributárias	23,39	20,45	10,15	10,04	18,51	21,01
. Não Tributárias	4,21	4,92	4,01	4,59	3,66	3,99
2. Gastos (1)	34,35	36,41	32,29	34,32	30,42	24,86
. Pessoal	10,06	9,61	7,42	9,92	10,20	9,03
. Outros gastos correntes (1)	14,28	16,46	15,56	15,53	12,36	11,07
. Deficit corrente de emp. públicas (1)	0,75	0,80	1,60	0,46	0,29	-1,88
. de Capital	9,26	9,54	7,71	8,61	7,57	6,64
3. Juros externos	0,80	4,58	6,39	4,76	4,29	4,30
. do Governo	0,30	3,48	4,22	2,36	2,62	2,50
. das emp. públicas	0,50	1,10	2,17	2,40	1,67	1,80
4. Necessidade de Financ.	7,55	15,62	16,52	15,65	12,54	4,16

FONTE: Secretaria da Fazenda e Secretaria da CEPAL em Buenos Aires.

* Estimado

(1) Líquidos de juros externos.

QUADRO 13

Coeficiente de Liquidez (em percentagem)

Período	M_1/PIB (1)	M_2/PIB (2)
1980	7,6	28,8
1981	6,2	28,5
1982	4,9	20,3
1983	3,8	13,8
1984	3,7	13,0
1985* 1º trim.	3,0	11,9
2º trim.	2,5	10,9
3º trim.	4,6	16,8
4º trim.	5,8	18,2

FONTE: Banco Central e Secretaria da CEPAL em Buenos Aires.

* Estimado

(1) M_1: Papel moeda emitido menos encaixes nos bancos comerciais, mais depósitos à vista.

(2) M_2: M_1 mais depósitos a prazo nos bancos comerciais, incluindo juros e ajustes.

QUADRO 14

Taxas de Juros Ativas (equivalentes mensais) (1) e Hiato Cambial

Período	Taxa Livre (2) Nominal	Taxa Livre (2) Real (4)	Taxa Regulada (3) Nominal	Taxa Regulada (3) Real (4)	Hiato Cambial (5)
1980	5,9	2,1	-	-	-
1981	9,8	-0,1	-	-	34,2
1982	9,8	-2,3	8,0	-4,0	62,0
1983	18,1	3,4	12,6	-1,3	40,6
1984	19,8	0,7	18,3	-2,9	32,5
1 trim. 1985	24,5	-0,9	20,5	-4,6	27,6
2 trim. 1985	26,4	3,0	20,8	-1,6	25,4
3 trim. 1985	7,2	6,3	5,0	4,1	17,5
4 trim. 1986	6,6	5,5	4,5	3,4	10,8

FONTE: Secretaria da CEPALem Buenos Aires, BCRA e FIEL.

(1) Os valores trimestrais e anuais são médias geométricas dos valores mensais.

(2) Até junho de 1982: média das taxas cobradas pelos bancos a clientes de primeira linha por empréstimos de 30 dias. Entre julho de 1982 e julho de 1983: média das taxas cobradas no segmento livre do mercado. Desde agosto de 1983: média das taxas vigentes em operações entre empresas com prazo de 7 dias e com garantia BONEX.

(3) Entre janeiro e junho de 1982: média das taxas cobradas pelos bancos a clientes de primeira linha por empréstimos de 30 dias. Desde julho de 1982: taxa regulada.

(4) Deflacionada pelo Índice de Preços por Atacado.

(5) Diferença percentual média entre a cotação paralela e oficial da taxa de câmbio.

BIBLIOGRAFIA

ARIDA, P. (1982a), "Austeridade, Autotelia e Autotomia", em P. Arida (org.) Dívida Externa, Recessão e Ajuste Estrutural, Paz e Terra, RJ.

ARIDA, P. (1982b), "Reajuste Salarial e Inflação", Pesquisa e Planejamento Econômico (PPE), n.2.

ARIDA, P. (1985), "Macroeconomic Issues for Latin America", Journal of Development Economics (JDE), a ser publicado.

ARIDA, P. (1985), "O Déficit Público: um modelo simples", mimeo.

ARIDA, P. e E. BACHA (1984), "Balanço de Pagamentos: uma análise de desequilíbrio para economias semi industrializadas", PPE n. 1.

ARIDA, P. e A. LARA-RESENDE (1983), "Recession and interest rate: a note on the brazilian economy in the 1980's", Texto para Discussão nº 63, PUC/RJ.

BACHA, E. (1982), "Crescimento com oferta limitada de divisas: uma reavaliação do modelo de dois hiatos", PPE n. 2

BACHA, E. e C. DIAZ-ALEJANDRO (1982), "International Financial Intermediation: a long and Tropical view", Princeton Essays on International Finance, n. 147.

BACHA, E. e P. MALAN (1984), "Brazil's Debt: From the Miracle to the Fund", Texto para Discussão nº 80, PUC/RJ.

BENASSY, J.P. (1982), The Economics of Market Disequilibrium, Academic Press, NY.

BERLINSKY, M.(1978), "Protección Arancelaria de actividades seleccionadas de la industria manufacturera argentina" Ministerio de Economía, Buenos Aires.

BRAUN, O. e L. JOY (1968), "The model of economic stagnation. A case study of the Argentine economy", The Economic Journal, n. 368.

BUFFIE, E. (1984), "Financial Repression, the New Structuralists and Stabilization policies in semi-industrialized economies", JDE, n. 3.

CANAVESE, A. (1982), "The Structuralist Explanation in the Theory of Inflation", World Development, n. 7.

CANAVESE, A. e A. PETRECOLLA (1986), "The Austral Plan: A Structuralist view", I.T.Di Tella, mimeo.

CANITROT, A. (1975), "La experiencia populista de redistribución de ingresos", Desarrolo Económico (DE), n. 59.

CANITROT, A. (1981), "Teoría y práctica del liberalismo. Política anti-inflacionaria y apertura económica en la Argentina, 1976-1981", DE, n. 82.

CANITROT, A. e G.ROZENWURCEL (1986), "A relação entre a taxa de câmbio e os salários em uma economia semi-industrializada de dois setores", PPE, 16 (2).

CUDDINGTON, J. et al. (1984), Disequilibrium Macroeconomics in Open Economies, Blackwell, Oxford.

DAMILL, M. e R. FRENKEL (1985), "De la apertura a la crisis financiera. Un análisis de la experiencia argentina de 1977-82", Ensayos Económicos (BCRA), a ser publicado.

DIAZ-ALEJANDRO, C.(1963), "A note on the impact of devaluation and distributive effect", Journal of Political Economy, n.71.

DIAZ-ALEJANDRO, C.(1975), Ensayos sobre la historia económica argentina, Amorrortu, Buenos Aires.

DRAZEN, A.(1985), "A general measure of inflation tax revenues", Economic Letters, n. 17.

FANELLI, J. (1984), "Ahorro, inversión y financiamiento. Una visión macroeconómica de la experiencia argentina". Ensayos Económicos, (BCRA), n. 31.

FANELLI, J. e R.FRENKEL (1985), "La Deuda Externa argentina, un caso de endeudamiento forzado", Política, Economía y Sociedad, n. 1.

FELDMAN, E. (1983), "La Crisis Financiera Argentina: 1980-1982. Algunos comentarios", DE, n. 1.

FELDMAN, E. e J. SOMMER (1983), Crisis Financiera y Endeudamiento Externo, CET/IPAL, Buenos Aires.

FERNANDEZ, R. (1983a), "La Crisis Financiera Argentina: 1980-1982", DE, n. 89.

FERNANDEZ, R. (1983b), "La Crisis Financiera Argentina: 1980-1982". Réplica", DE, n. 91.

FERRER, A. (1983), La Economía Argentina, FCE, Buenos Aires.

FERRER, A. et al.(1969), Los Planes de Estabilización en la Argentina, Paidós, Buenos Aires.

FIGUEIREDO, J. et. al.(1985), Empleo y Salarios en América Latina, ECIEL, RJ.

FRAGA NETO, A. e A.LARA RESENDE (1985), "Deficit, Dívida e ajustamento: uma nota sobre o caso brasileiro", Texto para Discussão nº 98, PUC/RJ.

FRENKEL, R. (1980a), "Las recientes políticas de estabilización en la Argentina: de la vieja e la nueva ortodoxia" IRI, PUC/RJ.

FRENKEL, R. (1980b), "El desarrollo reciente del mercado de capitales en la Argentina", Desarrollo Económico, n. 78.

FRENKEL, R. (1981), "Mercado financiero, expectativas cambiarias y movimientos de capital", Estudios CEDES, Buenos Aires.

FRENKEL, R. (1986), "Salarios e Inflación en America Latina", Desarrollo Económico, n. 100.

FRENKEL, R. e J.FANELLI (1985), "Argentina y el Fondo en la última década", SELA, no prelo.

FRENKEL, R. e J. FANELLI (1986), "El ajuste caótico y el Plan Austral", CEDES, mimeo.

FRENKEL, R., J.FANELLI y C.WINOGRAD (1986), "Stabilization and adjustment programmes and policies in Argentina" CEDES,mimeo.

GRAZIANO, R. (1985), "Endeudamiento privado externo y políticas públicas", CEDES, mimeo.

HEYMANN, D.(1986), Tres Ensayos sobre Inflación y Políticas de Estabilización, CEPAL, Buenos Aires.

HICKS, J. (1974), The Crisis in Keynesian Economics, B.Blackwell, Oxford.

KALECKY, M. (1956), Teoría de la Dinámica Económica, FCE,México.

KEYNES, J. (1919), The Economic Consequences of the Peace, Harcourt, London.

KRUGMAN, P. e L. TAYLOR(1978), "Contractionary effects of devaluation", Journal of International Economics, n. 8.

LARA-RESENDE, A.(1982), "A ruptura no mercado internacional de crédito", em P. Arida (org.), Dívida Externa. Recessão e Ajuste Estrutural, Paz e Terra, RJ.

LEIJONHUFVUD, A. (1966), On Keynesian Economics and the Economics of Keynes, Oxford University Press, N.Y.

LOPES, F.(1986), "Inflation and External Debt Problems in Latin America" Texto para Discussão nº 129, PUC/RJ.

MALLON, R. e J. SOURROUILLE (1976), La Política Económica en una sociedad conflictiva. El caso argentino, Amorrortu, Buenos Aires.

MELLER, P. e A. SOLIMANO (1985), "Reactivación interna ante una severa restricción externa: análisis de distintas políticas económicas", Estudios CIEPLAN, n. 16.

MINSKY, H. (1982), Can "it" happen again? Essays on instability and finance, M.E. Sharpe, N.Y.

OKUN, A. (1981), Prices and Quantities. A Macroeconomic Analysis, The Brookings Institution, Washington.

OLIVERA, J. (1964), "On Structural inflation and Latinoanerican structuralism", Oxford Economic Papers, n. 16.

PIÑEIRO, M. e E. TRIGO (1982), "Cambio Tecnológico y modernización en el sector agropecuario de América Latina", DE, n. 84.

PORTO, A. (1975), "Un modelo simple sobre el comportamiento macroeconómico argentino en el corto plazo", DE, n. 59.

ROZENWURCEL, G. (1985), "Inflação e Estabilização na Argentina. O Plano Austral", em P. Arida (org.), Inflação Zero, Paz e Terra, R.J.

SACHS, J. e D. COHEN (19 3), "LDC Borrowing with Dufault Risk", Harvard University, mimeo.

SOURROUILLE, J. (1981), "Política económica y procesos de desarrollo. La experiencia reciente en la Argentina", Buenos Aires, mimeo.

STIGLITZ, J. e A. WEISS (1981), "Credit Rationing in Markets with imperfect information", American Economic Review, 71.

TAYLOR, L. (1979), Macromodels for Developing Countries, Mc Graw-Hill, N.Y.

TAYLOR, L. (1983), Structuralist Macroeconomics, Basic Books, N.Y.

TAYLOR, L. (1986), "Plan Austral, Phase II", mimeo.

TOBIN, J. (1969), "A General Equilibrium approach to Monetary Theory", Journal of Money, Credit and Banking, n. 1.

TOBIN, J. (1980), Asset Accumulation and Economic Activity, Blackwell Oxford.

TOBIN, J. (1982), "Money and Finance in the macroeconomic process" (Nobel Lecture), Journal of Money Credit and Banking, n. 2.

VAN WIJNBERGEN, S. (1983), "Interest Rate Management in LDCs", Journal of Monetary Economics, n. 12.

WERNECK, R. (1986), "Poupança Estatal, Dívida Externa e crise financeira do Setor Público, Texto para Discussão n. 121 PUC/RJ.

WILLIAMSON, J. (1983), The Open Economy and the World Economy. Basic Books, N.Y.

WILLIAMSON, J. ed. (1983), IMF Condicionality, MIT Press, Cambridge.

WINOGRAD, C.(1984), "Economía Abierta y Tipo de Cambio Prefijado. Qué aprendemos del caso argentino?, Estudios CEDES, Buenos Aires.

Tese apresentada ao Departamento de Economia da PUC/RJ, e aprovada pela Comissão Julgadora, formada pelos seguintes professores:

PROF. PERSIO ARIDA (ORIENTADOR)
BANCO CENTRAL

PROF. EDMAR LISBOA BACHA
DEPTO. DE ECONOMIA - PUC/RJ

PROF. FRANCISCO LAFAIETE LOPES
DEPTO. DE ECONOMIA - PUC/RJ

PROF. EDWARD AMADEO SWAELEN
DEPTO. DE ECONOMIA - PUC/RJ

Visto e permitida a impressão
Rio de Janeiro, 05/09/86

PROF. ROBERTO MORENO MOREIRA
COORDENADOR DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
DO RIO DE JANEIRO

Rozenwurcel, Guillermo

Restriçâc externa em economias
semi-industrializadas um enfo
que real e financeiro do caso
330/R893r/TESE UC 47739
(896/91)

DIVISÃO DE BIBLIOTECAS E DOCUMENTAÇÃO

BIBLIOTECA

Prove que sabe honrar os seus compromissos devolvendo com pontualidade este livro à Biblioteca.

DBD 103

ESTE LIVRO DEVE SER DEVOLVIDO
NA ÚLTIMA DATA CARIMBADA

DBD 106 **BIBLIOTECA** PUC/RIO