

# Políticas de estabilização na América Latina: modelos de uso corrente e suas experiências fracassadas

ELIANA A. CARDOSO \*

*O artigo apresenta modelos de estabilização utilizados na América Latina durante os últimos 30 anos. A segunda seção desenvolve um modelo de equilíbrio interno e externo e discute as implicações de programas ortodoxos, à moda do Fundo Monetário Internacional. A terceira seção revê o monetarismo global utilizado na década de 70 na Argentina e no Chile. A quarta seção descreve e critica o modelo da economia "reprimida". O artigo conclui com referências à escola estruturalista. Os modelos discutidos não foram bem-sucedidos em suas diversas experiências na América Latina. O fracasso do monetarismo global tornou-se evidente em começos da década de 80, com as crises de desemprego e do balanço de pagamentos na Argentina e no Chile. Por outro lado, a medicina ortodoxa de corte de déficits públicos e desvalorização cambial encontra forte resistência social, já que provoca desemprego e queda do salário real, colocando a carga dos reajustes econômicos sobre os ombros dos assalariados. O artigo sugere que a medicina ortodoxa, se combinada ao controle de preços, poderia ser mais bem-sucedida, mas que a solução dos problemas atuais só virá com a recuperação econômica mundial.*

## 1 — Introdução

Este trabalho pretende resenhar os modelos de estabilização econômica mais comumente utilizados nas últimas três décadas nos países em desenvolvimento. Grande parte do pensamento teórico e da

Nota do Editor: Tradução não revista pela autora.

\* Da Boston University.

prática dos anos 50 e 60 foi baseada em Meade (1951), Fleming (1962) e Mundell (1968). Na segunda seção, portanto, um modelo de equilíbrio interno e externo é utilizado para discutir as implicações das políticas ortodoxas desses anos. A experiência dos anos 70 é diferente das anteriores, sobretudo por causa da maior importância dos movimentos de capital. Na terceira seção, com um modelo baseado em Dornbusch (1981 e 1982) e Rodriguez (1982), é apresentada uma discussão das políticas mais recentes. As recessões induzidas pelas altas taxas de juros reais na América Latina colocam em questão os modelos de economia "reprimida". Na quarta seção, discutem-se brevemente as disfunções teóricas e empíricas do pensamento "reprimido". Por fim, nenhuma análise dos modelos de estabilização na América Latina estaria completa sem referências à escola estruturalista; tais referências encerram o presente trabalho.

## 2 — A eterna ortodoxia

Os modelos mais populares nos anos 60 colocaram toda a ênfase sobre a competitividade, a inflação e os *deficits* orçamentários. Na análise da compatibilidade entre equilíbrio interno e externo nesses modelos, nossa atenção é dirigida para três variáveis:<sup>1</sup> o salário real,  $w-e$ , o estoque real de moeda,  $h-e$ , e a parte do *deficit* orçamentário no produto de pleno emprego,  $f$ . A demanda pelo produto depende, positivamente, do *deficit* orçamentário e do saldo real de moeda e, inversamente, do salário real, pois um aumento no salário real reduz nossa competitividade no exterior e desloca a demanda de produtos domésticos para produtos estrangei-

<sup>1</sup> O salário real é definido como  $w - e \equiv \log (P/EP^*)$ . O preço dos bens domésticos é, por hipótese, igual ao salário nominal,  $W$ , e os preços externos  $P^* = 1$  (por convenção, letras minúsculas representam logs). O estoque real de moeda é  $h - e \equiv (\log H/EP^*)$ . A utilização dos produtos estrangeiros como *numeraire* simplifica nossa matemática. Os resultados podem ser facilmente generalizados para especificações mais complicadas, como se demonstra na nota 4.

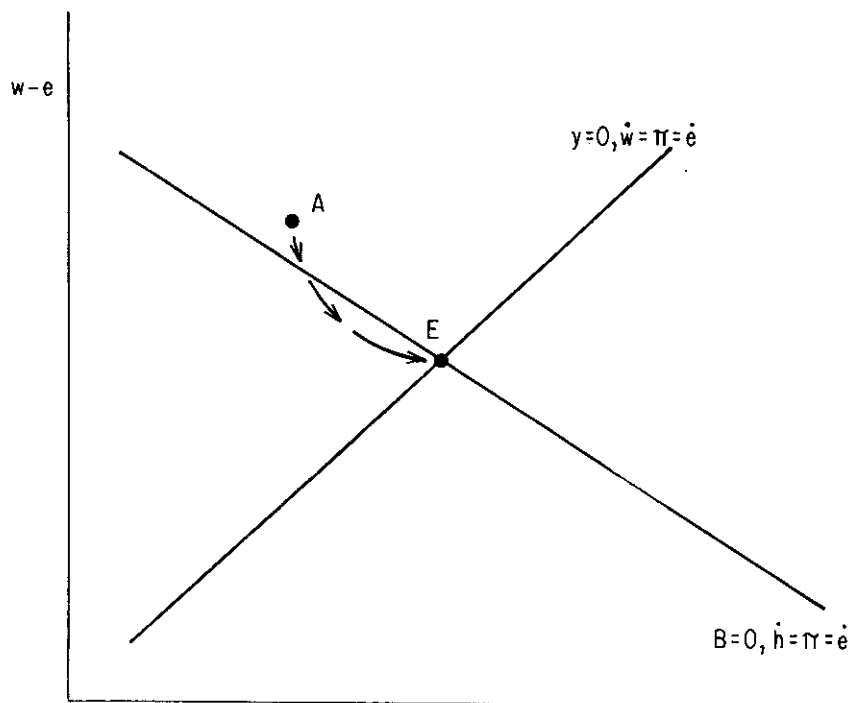
ros. Dado o *deficit* orçamentário, as combinações entre o salário real e o estoque real de moeda, que tornam a demanda pelo produto igual a seu nível de pleno emprego, podem ser representadas por uma curva de inclinação ascendente como  $y = 0$  no Gráfico 1:<sup>2</sup>

$$y(w-e, h-e, f) = 0 \quad (1)$$

Pode-se verificar imediatamente que os pontos à esquerda de  $y = 0$  representam situações de desemprego.

No Gráfico 1 mostramos também o equilíbrio externo ao longo da curva  $B = 0$ , partindo da hipótese de que a conta corrente

Gráfico 1



<sup>2</sup> O hiato do produto é definido como  $y \equiv \log (Y/\bar{Y})$ , onde  $Y$  e  $\bar{Y}$  representam, respectivamente, o produto real e o produto potencial.

melhora com reduções do salário real, do saldo real de moeda ou do *deficit* fiscal:

$$B(w-e, h-e, f) = 0 \quad (2)$$

Os pontos à direita da curva  $B = 0$  representam situações de *deficit* em conta corrente e os pontos à esquerda situações de *superavit*. No ponto  $E$ , a economia desfruta simultaneamente de pleno emprego e equilíbrio em conta corrente, enquanto o seu setor privado paga o imposto inflacionário.

Denotaremos por  $\pi$  a taxa de inflação tendencial, ou seja, a taxa de inflação que prevaleceria em um estado de equilíbrio estacionário (*steady-state*), e por  $v$  a razão entre o produto potencial e o estoque real de moeda. Podemos, portanto, escrever:

$$\pi = v.f \quad (3)$$

O ponto  $A$  no Gráfico 1 representa uma economia com desemprego e *deficit* em conta corrente. Para que possamos saber se a economia vai permanecer neste ponto ou se estará se deslocando para outro ponto qualquer, é necessário conhecer a dinâmica que rege a determinação do salário real e do estoque real de moeda.

As mudanças no estoque nominal de moeda são determinadas pelo *deficit* orçamentário e pela variação no nível de reservas. Se definimos  $b$  como a participação do *superavit* em conta corrente no produto de pleno emprego, podemos escrever:<sup>3</sup>

$$\dot{h} = v(f + b) \quad (4)$$

<sup>3</sup> Para obter a equação (4) partimos da expressão para variações no estoque real de moeda:  $\dot{H}/EP^* = (\text{deficit orçamentário} + \text{superavit em conta corrente})$ . Dividimos ambos os lados dessa equação por  $H$  e, depois, dividimos e multiplicamos o lado direito por  $\bar{Y}$ . Tendo definido as participações do *deficit* orçamentário e do *superavit* em conta corrente no produto a pleno emprego como sendo, respectivamente,  $f$  e  $b$ , chegamos a:  $\dot{h} = (f + b) (\bar{Y}/(H/EP^*))$ . É necessário observar que o estoque real de moeda,  $H/EP^*$ , é igual à sua demanda,  $L(Y, w, e)$ , e, portanto,  $\dot{h} = (f + b) v(Y, w, e)$ . Suporemos a velocidade-renda da moeda constante. A nota 4 demonstra que o modelo pode ser estendido para o caso em que a velocidade não é constante. Já que nossos resultados não são invalidados por uma especificação mais realista, manteremos a suposição simplista de que a velocidade é constante.

Um ponto sobre uma variável indica sua derivada em relação ao tempo.

A taxa de inflação dos salários será maior que a inflação tendencial sempre que a demanda agregada exceder o produto de pleno emprego:

$$\dot{w} = \pi + ay \quad (5)$$

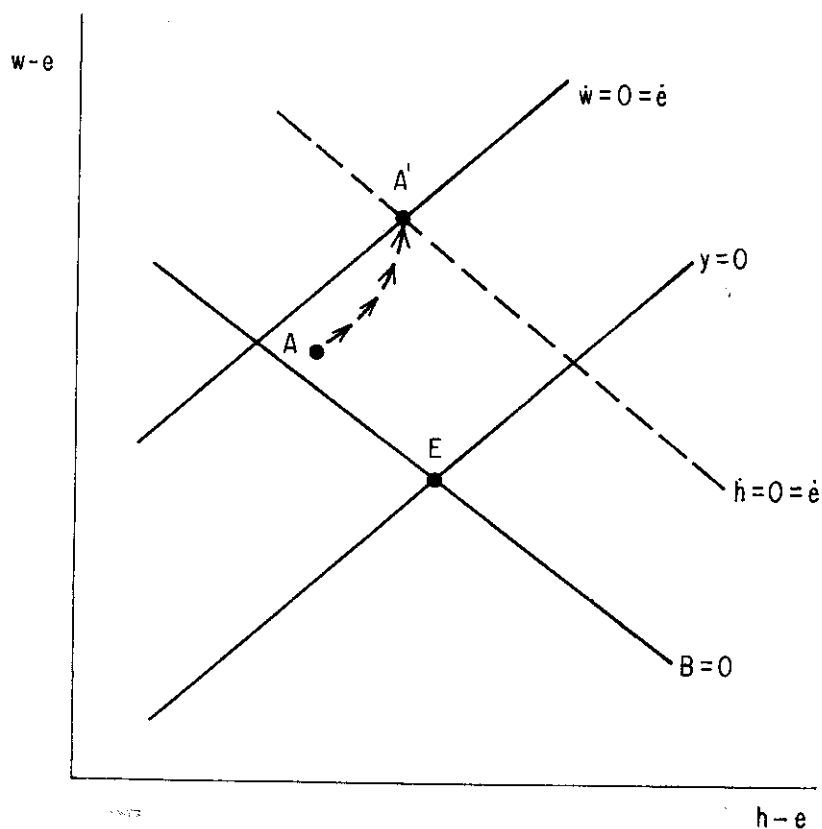
onde  $a > 0$  é um parâmetro.

Para determinar o comportamento do salário real e do estoque real de moeda, é necessário ter explícita a regra de política cambial adotada pelas autoridades. Trabalhamos com duas hipóteses diferentes. A hipótese consistente com o equilíbrio de pleno emprego e com o equilíbrio em conta corrente é que  $\dot{e} = \pi$ . Nesse caso, o salário real é constante ao longo da curva  $y = 0$ , e o estoque real de moeda é constante<sup>4</sup> ao longo da curva  $B = 0$ . Nossa economia não poderia permanecer no ponto  $A$ , mas se deslocaria em direção ao ponto  $E$ . Antes de passar para um novo exercício, é importante observar que ao longo da curva  $B = 0$  o *deficit* orçamentário é totalmente financiado pelo imposto inflacionário, isto é, pela poupança interna forçada. Nos pontos à direita da curva  $B = 0$  o orçamento é financiado parcialmente pelo imposto inflacionário e parcialmente pela poupança externa, isto é, por *deficits* em conta corrente.

Ao contrário da estória acima, se a taxa de câmbio é mantida fixa,  $\dot{e} = 0$ , o estoque real de moeda só seria constante,  $\dot{h} = 0$ , se o *deficit* orçamentário fosse inteiramente financiado por um *deficit* em conta corrente. No Gráfico 2 esta situação encontra-se representada pela linha pontilhada. O salário real, por outro lado, somente seria constante se a taxa de desemprego fosse suficiente-

<sup>4</sup> Aqui mostramos como generalizar o modelo abandonando a hipótese de que a velocidade é constante e deflacionando corretamente o estoque de moeda pelo índice do custo de vida, que é uma média ponderada dos preços internos e externos. A taxa de inflação do custo de vida é definida como  $\dot{q} = c\dot{w} + (1 - c)\dot{e}$ . O estoque real de moeda é constante desde que  $\dot{h} - \dot{q} = v(Y, \dot{w}, \dot{e})(f + b) - c\dot{w} - (1 - c)\dot{e} = 0$ . Esta equação pode ser representada por uma curva passando pelo ponto  $E$  e atravessando a região superior do Gráfico 1, onde existe desemprego e *deficits* em conta corrente.

Gráfico 2



mente alta para causar uma deflação cíclica que compensasse exatamente a inflação tendencial, o que aconteceria ao longo da curva  $\dot{w} = 0$  no Gráfico 2. No ponto  $A$ , embora exista desemprego e a inflação dos salários seja menor que a inflação tendencial, ela permanece positiva, superando portanto a taxa nula de desvalorização: o salário real está aumentando. Acontece também que o *deficit* orçamentário supera o *deficit* em conta corrente e, deste modo, o estoque de moeda está aumentando. Em consequência, estamos passando de  $A$  para  $A'$ , como indicado pelas setas no Gráfico 2. Ao

longo da trajetória  $AA'$ , há inflação e valorização cambial, desemprego e *deficit* em conta corrente. No ponto  $A'$ , a situação é tão ruim que as autoridades se vieram forçadas a promover uma desvalorização. A economia volta para  $A$ , com um alívio temporário em suas contas externas e pronta para recomeçar sua trajetória ao longo do árduo caminho  $AA'$ , com inflação, desemprego e uma dívida externa crescente.

A terapêutica ortodoxa tem dois ingredientes básicos: uma desvalorização que reduz drasticamente o salário real e a eliminação do *deficit* orçamentário, que torna possível o equilíbrio estacionário sem inflação. Dependendo da magnitude da desvalorização, a trajetória para um novo equilíbrio pode implicar maior desemprego. Na maioria dos países o ingrediente mais intragável no remédio é a drástica redução dos salários reais.

No final da década de 50, a América Latina experimentou penosamente a aplicação de vários programas ortodoxos: Chile (1956/58), Argentina (1959/62), Bolívia (1956), Peru (1959) e Uruguai (1959/62). Os resultados foram considerados desconcertantes. Embora a taxa de inflação tenha declinado por um curto período, o desemprego aumentou e a participação dos assalariados na renda caiu.

A experiência brasileira nos meados da década de 60 é freqüentemente citada como um exemplo de sucesso do programa ortodoxo. Depois de vários anos de estagnação, altas taxas de inflação e instabilidade política, o golpe militar de 1964 instaura um período de estabilização rigorosa ao qual se seguem vários anos de prosperidade. No primeiro período do programa, o *deficit* orçamentário foi drasticamente reduzido, aumentando-se impostos e diminuindo-se os gastos correntes, ao mesmo tempo em que se expandia o investimento público. A taxa de câmbio foi desvalorizada e foram impostas restrições aos aumentos dos salários nominais. Como resultado, a taxa de inflação caiu para cerca de 20% ao ano: um nível modesto para os padrões brasileiros e latino-americanos. Inicialmente, o crescimento real declinou, mas de 1967 a 1973 manteve-se em torno de 10% ao ano, sendo acompanhado por uma forte posição externa. Os custos não foram desprezíveis para aqueles que pagaram a conta. Como mostram Fishlow (1975), Macedo (1977)

e Foxley (1981), durante o programa o salário real reduziu-se, com efeitos indesejáveis para a distribuição de renda. Para viabilizar esse resultado foi necessária uma severa repressão política.

Existem ainda outras dificuldades que devem ser consideradas. Se os salários nominais estão indexados às taxas de inflação passadas, ao passo que a taxa de câmbio nominal é mantida fixa, ao invés de a economia encaminhar-se diretamente ao novo equilíbrio, com salário real mais baixo, acontece primeiro um desvio para cima, que pode acabar levando a uma crise no balanço de pagamentos. No caso brasileiro, por volta de 1968 as autoridades conscientizaram-se de que a inflação não seria prontamente controlada. Para que se pudesse manter os salários reais a níveis competitivos era necessário evitar a valorização real da taxa de câmbio, o que implicava a adoção de uma política de minidesvalorizações. Nas experiências chilena e argentina no final da década de 70, as autoridades não fizeram o mesmo, e o resultado foi uma dramática valorização real de suas moedas. Postergamos para a próxima seção a discussão dos problemas chilenos.

Por enquanto, algumas lições importantes podem ser obtidas a partir do modelo apresentado nessa seção e também da má aplicação desse modelo. A primeira delas é que o programa de estabilização econômica tem custos. É importante estar atento para o fato de que, na presença de inflexibilidade de salários reais, se os preços são determinados pelos custos e os *mark-ups* não se alteram, os cortes no *deficit* orçamentário e na concessão de crédito interno apenas provocam maior desemprego. Enquanto persistir o desemprego, a situação da conta corrente parece melhor, mas as perspectivas não são promissoras, já que nenhuma mudança estrutural ocorreu. Voltaremos a este ponto na última seção.

### 3 — Mobilidade do capital

Na década de 70 os programas de estabilização passaram a dar crescente importância ao papel desempenhado pela mobilidade do capital no processo de ajustamento. Já que este problema está



diretamente vinculado ao comportamento das taxas de juros, o modelo desta seção desloca a análise do saldo real de moeda para a taxa de juros real,  $r$ , e, nesse sentido, modifica a equação (1). Supomos que a demanda pelo produto depende, positivamente, do *deficit* orçamentário e, inversamente, do salário real e da taxa real de juros, já que um aumento na taxa de juros aumenta o custo de oportunidade do investimento e reduz a demanda agregada. Dado o *deficit* orçamentário, combinações do nível de salário real e da taxa de juros real tais que a demanda pelo produto seja igual a seu nível potencial podem ser representadas por uma curva descendente como  $y = 0$  no Gráfico 3:

$$y(w - e, r, f) = 0 \quad (6)$$

Os pontos à direita de  $y = 0$  no Gráfico 3 representam situações de desemprego.

Passemos agora à análise da determinação das taxas de juros. A mobilidade de capital perfeita significa que a nossa taxa de juros nominal,  $i$ , é igual à taxa de juros externa,  $i^*$ , ajustada pela desvalorização esperada:<sup>5</sup>

$$i = i^* + \dot{e} \quad (7)$$

Definimos a taxa de juros real como a diferença entre a taxa de juros nominal e a taxa de inflação do custo de vida,  $\dot{q}$ , que é uma média ponderada das taxas de inflação de produtos domésticos e importados,  $\dot{q} = cw + (1 - c)\dot{e}$ :

$$r = i - (cw + (1 - c)\dot{e}) \quad (8)$$

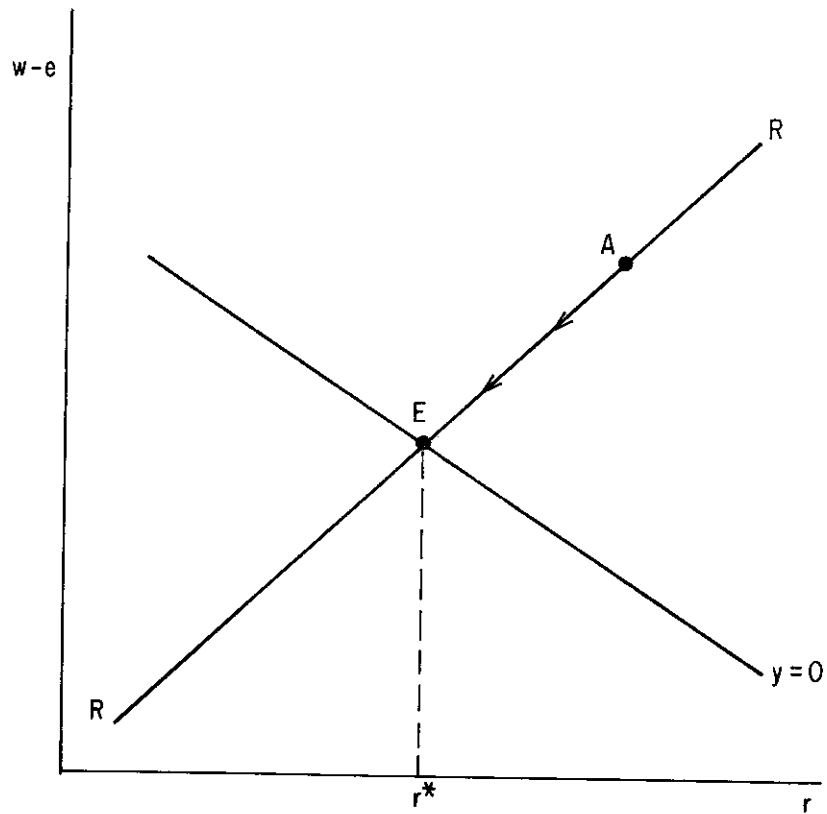
Substituindo (8) em (7), dada a hipótese de ausência de inflação no exterior, temos que:

$$r = r^* + c(\dot{e} - w) \quad (9)$$

A equação (9) significa que nossa taxa de juros real ajustada pela valorização real esperada é igual à taxa real de juros externa.

<sup>5</sup> O contexto da análise pressupõe previsão perfeita com respeito às taxas de juros, inflação e desvalorização.

Gráfico 3



Mantemos a hipótese de que a taxa de inflação salarial é maior que a inflação tendencial sempre que a demanda pelo produto exceda o seu nível a pleno emprego — equação (5).

Como na seção anterior, trabalhamos com hipóteses alternativas em relação à escolha das autoridades governamentais quanto ao comportamento da taxa de câmbio. Começamos com a hipótese consistente com o equilíbrio estacionário de pleno emprego, ou seja,  $\dot{e} = \pi$ . Nesse caso, se a taxa de desvalorização é igual à inflação tendencial, os salários reais são constantes ao longo da curva  $y = 0$ .

No Gráfico 3 representamos também o equilíbrio no mercado de ativos. Isso é feito a partir de (9), substituindo-se a taxa de desvalorização por  $\pi$  e a taxa de inflação de salários pelas equações (5) e (6):

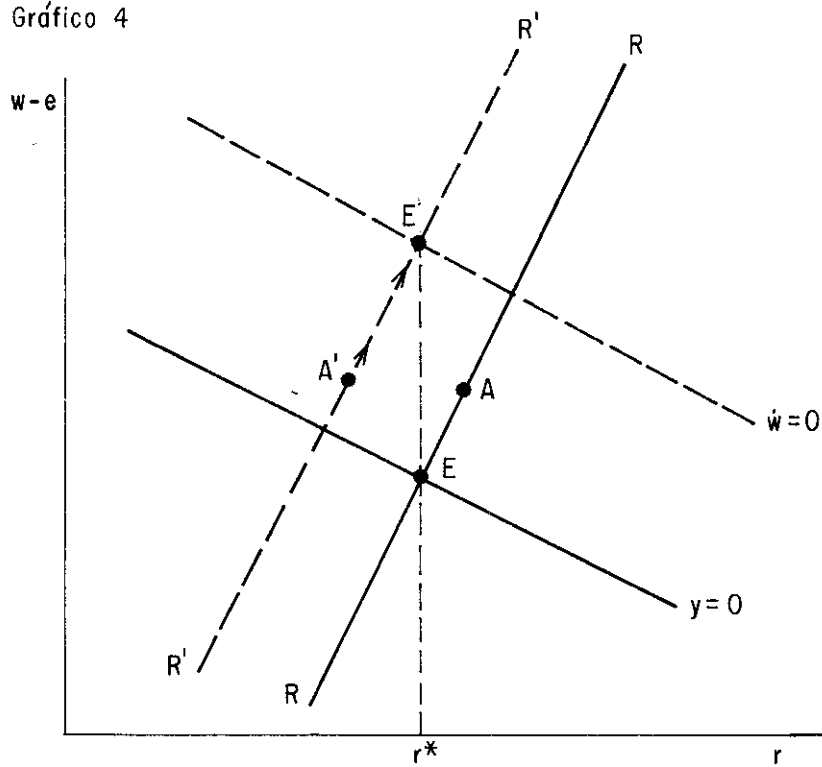
$$r = r^* + c\alpha y (w - e, r, f) \quad (10)$$

A equação (10) é representada pela linha  $RR$ . No ponto  $E$ , há pleno emprego, a inflação de salários e a taxa de desvalorização são iguais à inflação tendencial e as taxas de juros reais doméstica e externa são iguais. No ponto  $A$ , há desemprego e a taxa de inflação de salários é menor que a inflação tendencial. Existe, portanto, desvalorização real, e as pessoas mantêm os títulos domésticos em seus *portfolios* porque a taxa de juros desses títulos é maior do que a externa. À medida que o salário real cai, a expectativa de desvalorização e as taxas de juros internas reduzem-se e a economia encaminha-se na direção de  $E$ .

Imaginemos, agora, que a economia esteja se dirigindo de  $A$  para  $E$ , e que as autoridades fixem a taxa de câmbio tornando  $\dot{e} = 0$ .

Como se mostra no Gráfico 4, quando a taxa de juros nominal é fixa, o salário real só permanece constante se o nível de desemprego é suficientemente alto para que a deflação cíclica compense exatamente a inflação tendencial, o que acontece ao longo da curva  $\dot{w} = 0$ . Por outro lado, a curva que representa o equilíbrio do mercado de ativos desloca-se para a esquerda, pois as taxas de juros domésticas só se igualarão às externas quando a desvalorização real esperada for igual a zero, o que acontece no ponto  $E$ . Como se pode ver no Gráfico 4, o ponto  $A$  não representa mais o equilíbrio no mercado de ativos. Como existe inflação e as autoridades fixaram a taxa de câmbio, as pessoas passam a ter expectativas de uma desvalorização real e de uma queda das taxas de juros internas: no Gráfico 4 a economia desloca-se de  $A$  para  $A'$  e depois para  $E'$ , na medida em que a taxa real de câmbio se valoriza e as taxas de juros internas aumentam. A economia vai de  $A'$  para  $E'$  com taxas de inflação decrescentes, mas com valorização cambial. Como consequência, aumenta o desemprego e a situação da conta corrente

Gráfico 4



deteriora-se. Quando a economia atinge a taxa zero de inflação, a situação é tão sombria quanto os cientistas responsáveis pela mágica.

As variações da taxa de juros real e dos salários reais descritas no salto de  $A$  para  $A'$  e pela trajetória na direção de  $E'$  são confirmadas pelos dados existentes para as mesmas variáveis no Chile, entre 1979 e 1981. A partir de 1965, o sistema cambial do Chile previa minidesvalorizações, tendo por objetivo evitar as mudanças bruscas da taxa de câmbio real típicas dos períodos em que os governos adotam políticas de financiamento inflacionárias. De 1978 até junho de 1979, o Chile seguiu um esquema de desvalorizações prefixadas em tabelas. Em 30 de junho de 1979, a progressão cam-

bial então em vigor foi interrompida e estabeleceu-se um sistema de taxas de câmbio fixas.<sup>6</sup> Como prevê o modelo e a tabela a seguir mostra, há uma queda na taxa de juros real no 2.º semestre de 1979, e a partir de então um aumento, que é acompanhado pelos salários reais. Ao mesmo tempo, o nível de desemprego aumenta e a conta corrente deteriora-se, enquanto a inflação converge para o nível internacional.

O recente programa de estabilização do Chile (1978/81) difere dos anteriores por ter como paradigma dominante o monetarismo global de Johnson e Mundell, no qual a fixação da taxa de câmbio é considerada como o determinante básico da inflação, enquanto que a disciplina fiscal evita enfraquecer o programa. Além disso, a tarefa do governo resume-se à liberalização dos mercados. Como prevê a teoria, a taxa de inflação tendeu a zero em 1981, mas a supervalorização cambial e os *deficits* em conta corrente tornaram-se enormes.

*Taxas de juros reais e salários reais no Chile*

	1978	1979		1980	1981
		1.º	2.º		
Taxas de juros reais (% ao mês)	2,99	1,79	0,83	1,05	2,75
Índice de salário real (1970 = 1)	1,01		1,12	1,21	1,33 (junho 1981)
(deflator: IPC ajustado pela Universidade do Chile)					

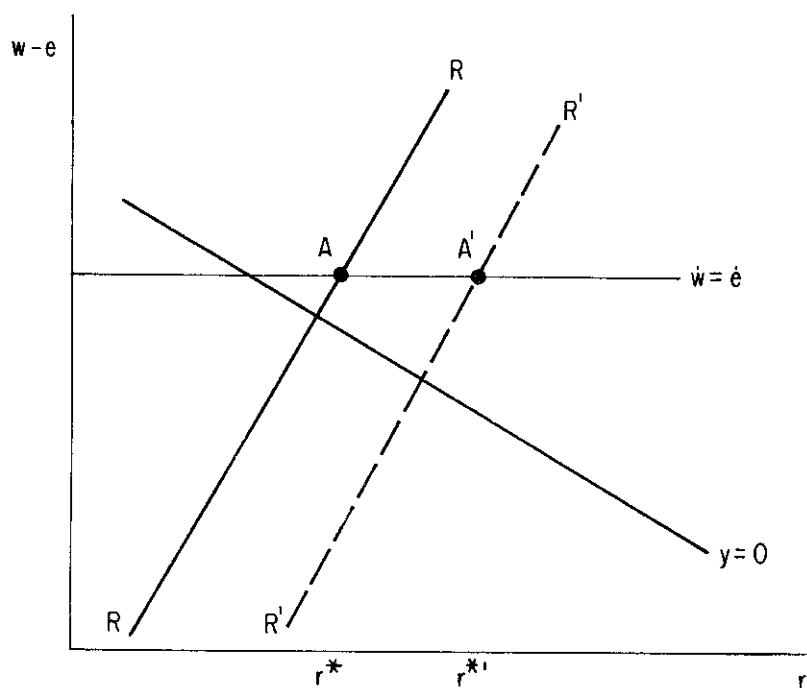
FONTES: As taxas de juros reais são as cobradas para empréstimos de curto prazo (Banco Central do Chile, *Boletín Mensual*, jul. 1982, p. 530). Os índices de salário real são de Harberger (1982, Quadro 6). O índice de salário real é 0,66 em 1975. Quaisquer que sejam os dados utilizados para calcular as taxas de câmbio real no período 1978/81, é clara a valorização real.

<sup>6</sup> Ao fixarem a taxa de câmbio, as autoridades desvalorizaram-na para 39 pesos por dólar e a mantiveram nesse nível, enquanto as tarifas foram unificadas em 10%. O efeito final não se constituiu em desvalorização real. Para uma pequena mas abrangente história da política cambial e comercial do Chile, ver Harberger (1982).

A estória contada no Gráfico 4 poderia tornar-se mais precisa se introduzíssemos a indexação dos salários, as flutuações nas taxas de juros externas, a intervenção estatal no mercado de ativos e as reformas fiscais. Exploremos os efeitos do aumento das taxas de juros externas na presença de inflexibilidade do salário real. O salário real pode tornar-se rígido pela indexação ao índice do custo de vida, tal como representado na curva horizontal do Gráfico 5, onde a ocorrência simultânea de salário real constante e equilíbrio do mercado de ativos se dá no ponto *A*. É nesse ponto que se encontra a economia brasileira por volta de 1980: próxima do pleno emprego, financiando o enorme gasto de divisas com petróleo por meio de empréstimos externos e sofrendo altas taxas de inflação. Nessas circunstâncias ocorre o aumento nas taxas de juros externas. O equilíbrio no mercado de ativos só pode ser mantido se as taxas de juros internas também aumentarem, como mostra o ponto *A'* no Gráfico 5. O aumento nas taxas de juros provoca mais desemprego. A balança comercial melhora, mas a conta corrente deteriora-se ainda mais com as despesas cada vez maiores com os juros da dívida. As autoridades brasileiras, confrontadas com a crise do balanço de pagamentos, intervêm no mercado de ativos reforçando o aumento das taxas de juros internas, que se fixam acima do nível internacional, e desse modo provocam a maior recessão da economia brasileira no pós-guerra. A queda do PNB em 1981 foi estimada em 4%, o que se deve comparar à tendência histórica de 7% ao ano, enquanto a taxa de inflação ficou praticamente inalterada. A balança comercial reagiu adequadamente, alcançando um pequeno *superavit*, mas, como já foi observado anteriormente, os efeitos da recessão na balança comercial não são duradouros, e o País enfrenta a necessidade de promover reformas estruturais e buscar auxílio externo.

Na América Latina não faltam outros exemplos de programas de estabilização mal-sucedidos durante os anos 70. Ramos (1980) faz um relato crítico da experiência chilena depois de 1973. Foxley (1981) discute os efeitos distributivistas dos programas de estabilização no Chile (1973/78), Argentina (1976/78) e Uruguai (1974/78). Díaz-Alejandro (1981) analisa os ciclos viciosos alternando regimes populistas e ditaduras no Cone Sul, com especial atenção para os

Gráfico 5



movimentos de capital nos anos 70. Cline (1981) discute o Peru (1975/78) e Weintraub (1981) analisa o México (1977). Williamson (1982) compara as diferentes estratégias adotadas na Argentina, no Brasil, no Chile e na Colômbia. Embora esta lista esteja longe de ser completa, é suficiente para sustentar uma postura cética em relação aos programas ortodoxos.

#### 4 — A economia “reprimida”

Ao contrário dos modelos anteriores, onde as altas taxas de juros levam ao adiamento dos investimentos, ao desemprego e ao cresci-

mento reduzido, McKinnon (1973), Fry (1982) e outros<sup>7</sup> desenvolveram um modelo no qual os países em desenvolvimento, através do aumento das taxas de juros, podem induzir uma acumulação de capital maior e, dessa forma, renascer como economias de mercado livre.

Os elementos essenciais dos modelos de uma economia "reprimida" estão nas seguintes hipóteses: a poupança é uma função crescente da taxa de juros real; as limitações à taxa nominal de juros mantêm a taxa de juros real abaixo do nível onde a poupança e o investimento se equivalem; o nível efetivo de investimento limita-se ao montante de poupança doméstica. Em uma economia aberta, esta proposição só é verdadeira se não for possível tomar empréstimos no exterior ou expandir as exportações. A economia "reprimida" está bastante próxima do modelo de dois hiatos, na medida em que se considera o investimento como determinado pela poupança doméstica e externa. A sua utilidade empírica, contudo, no confronto com o modelo de dois hiatos, é ainda mais limitada pela hipótese central que supõe a existência de uma poupança sensível aos juros. Esta hipótese não se confirma empiricamente.

Deixando de lado o setor público, pela Contabilidade Nacional, sabemos que o investimento  $I$  é idêntico à poupança  $S$  mais o *deficit* em conta corrente medido em termos do bem doméstico,  $\varepsilon M - X$ :

$$I \equiv S + \varepsilon M - X \quad (11)$$

onde  $\varepsilon \equiv EP^*/P$  é a taxa de câmbio real.

Suponhamos que exista força de trabalho excedente e que a função da oferta agregada seja:

$$Y/K = \theta \quad (12)$$

Segue-se que a taxa de crescimento do produto é igual à de crescimento do capital,  $I/K$ , denotada por  $g$ . Supondo que a importa-

<sup>7</sup> Fry (1982) resenha a literatura sobre economias "reprimidas" e dá referências completas sobre os autores que compartilham de sua posição. Não tem o menor embaraço em citar 37 peças de seu próprio trabalho.



ção é proporcional ao investimento,  $M = \alpha(\epsilon)I$ , com  $\alpha' < 0$ , podemos escrever  $\epsilon M = m(\epsilon)I$ , onde  $m(\epsilon) \equiv \epsilon\alpha(\epsilon)$ . Supondo também que a parcela da poupança na renda seja uma função positiva da taxa de juros real,  $S/Y = s(r)$ , e que a parcela da exportação no produto seja uma função positiva da taxa de câmbio real,  $X/y = x(\epsilon)$ , podemos reescrever (11) desta forma:

$$g = [\theta / (1 - m(\epsilon))] [s(r) - x(\epsilon)] = \lambda(r, \epsilon) \quad (13)$$

Para uma dada taxa de juros real,  $r_0$ , podemos representar a equação (13) por uma curva descendente no Gráfico 6.

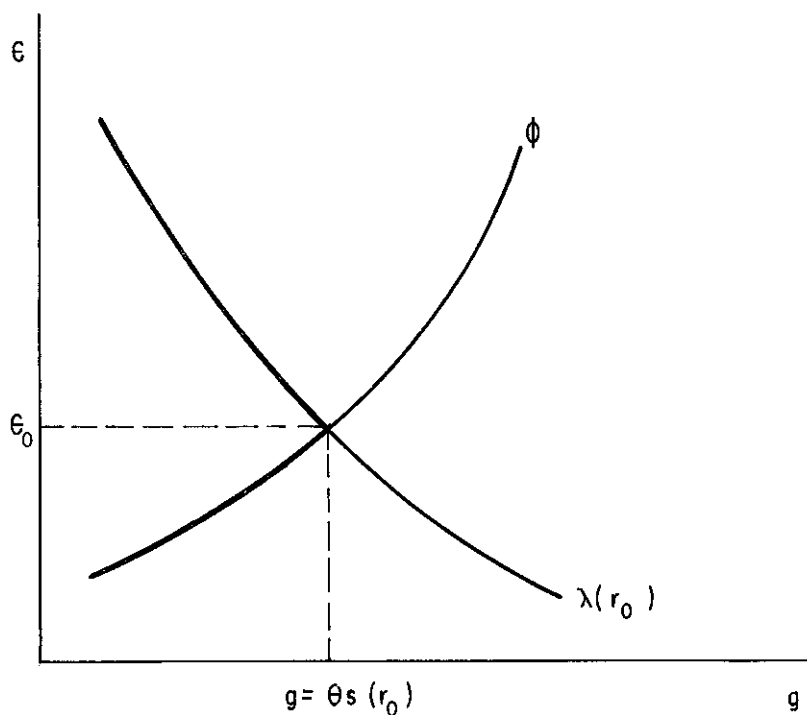
Se impusermos a restrição de que as importações devem igualar as exportações, podemos derivar uma segunda expressão para a taxa de crescimento, a partir da conta corrente:

$$g = (\theta/m(\epsilon)) x(\epsilon) = \phi(\epsilon) \quad (14)$$

que representamos pela curva ascendente no Gráfico 6. Se a taxa de câmbio real cai abaixo de  $\epsilon_0$ , a taxa de crescimento determinada pela conta corrente é restritiva e ficamos à esquerda de  $g = \theta s(r_0)$ , porque com a atual taxa de câmbio não conseguimos importar os bens de capital necessários para o rápido crescimento. Quando a taxa de câmbio real é igual a  $\epsilon_0$ , ambos os limites são restritivos, e a economia "reprimida" cresce à taxa  $g = \theta s(r_0)$ . Manter constante a taxa real de juros e aumentar a taxa real de câmbio não adiantaria muito, pois não podemos crescer apenas com equipamentos estrangeiros, sendo também necessário o investimento doméstico (poupança) para construir a infra-estrutura que permitirá a utilização destes equipamentos. Uma maior taxa de juros deslocaria a curva  $\lambda(r)$  para a direita e, se combinada com uma taxa de câmbio real mais alta, provocaria um crescimento mais rápido.

Para se completar o modelo e explicar por que o aumento na taxa nominal de juros produziria uma maior taxa de juros real, assim como uma taxa de câmbio real mais alta, seria necessário explicitar o mecanismo que determina essas variáveis. Já que a taxa de juros nominal e a taxa de câmbio nominal são determinadas pelo Governo, tudo o que temos a fazer é averiguar o comportamento dos preços domésticos. Os adeptos do modelo "reprimido"

Gráfico 6



afirmam que o problema pode ser solucionado utilizando-se uma curva de Phillips. A possibilidade de se combinar um modelo em que existe plena utilização de capacidade e equilíbrio em conta corrente com uma curva de Phillips permanece, contudo, como um mistério. Nas versões do modelo, em que a economia se encontra fechada ao comércio exterior, a curva de Phillips é definida como uma função da diferença entre a oferta e a demanda de moeda. Nesse caso, a explicação dada pelos autores é que, em uma “economia de dois mercados, o excesso de demanda por bens é igual ao excesso de oferta da moeda”.<sup>8</sup> Ninguém sabe, no entanto, onde se esconde o

<sup>8</sup> Fry (1982, p. 739) e Kapur (1976).

mercado de capital e nem por que o preço do capital não se move para manter o equilíbrio do *portfolio*.

Nas versões abertas do modelo, os preços domésticos são função da diferença entre o produto e o dispêndio desejado. E, embora a poupança seja considerada como uma função da taxa de juros real, o dispêndio é surpreendentemente considerado como independente dessa taxa.<sup>9</sup>

Não vale a pena especificar o comportamento dos preços na economia “reprimida”. Mesmo que fosse possível argumentar em favor da existência de racionamento de crédito, tanto no mercado interno quanto no externo, só poderíamos afirmar que maiores taxas de juros levam a maiores taxas de crescimento se a poupança puder ser considerada como função positiva da taxa de juros real. As evidências empíricas em favor dessa hipótese são bastante duvidosas. Fry (1978) relata descobertas positivas no caso de países asiáticos, mas, ao repetir a mesma experiência, Giovanini (1982) foi incapaz de rejeitar a hipótese de que a elasticidade da poupança em relação à taxa de juros fosse igual a zero. Na América Latina, depois dos recentes desastres com as altas taxas de juros na Argentina, no Brasil e no Chile, poucos economistas estariam dispostos a argumentar que maiores taxas de juros levam a um crescimento mais rápido.

## 5 — O estruturalismo

O pensamento estruturalista é bem mais difícil de enquadrar que os paradigmas anteriores. Em nosso entendimento, o que o estruturalismo latino-americano originalmente pretendia dizer era que os diferentes setores da economia desenvolvem-se em ritmos diferentes, provocando estrangulamentos. Como em alguns setores os preços são rígidos para baixo, esses estrangulamentos dão origem a surtos inflacionários que apertos de liquidez não podem corrigir, muito embora certamente provoquem ainda mais desemprego. Os estrutura-

<sup>9</sup> Fry (1982, p. 744) e Mathieson (1979).

listas apontavam então para a necessidade de investir em áreas onde poderiam acontecer esses estrangulamentos (aquelas onde os benefícios sociais superam os privados), mesmo que tais investimentos tenham que ser financiados por emissão de moeda e taxas de inflação mais altas.

Freqüentemente, os estruturalistas são identificados como a escola que nos afirma que "a moeda é endógena". No entanto, a afirmativa "a moeda é endógena" está para o pensamento estruturalista do mesmo modo que o pressuposto "as autoridades monetárias acomodam" para os modelos norte-americanos. Essa afirmativa, portanto, é diferente da endogeneidade da moeda nos modelos ortodoxos, nos quais a explicação encontra-se quer no fato de que a taxa de câmbio é fixa, quer no reconhecimento da interdependência das políticas fiscal e monetária.

Há ainda mais um ponto importante para as políticas de estabilização que está ligado ao pensamento latino-americano: o processo inflacionário não será totalmente compreendido se recorreremos unicamente a *deficits* orçamentários, desemprego cíclico e estrangulamentos. Por trás disto tudo está a luta entre os diferentes grupos sociais, na qual cada um deles busca para si uma fatia maior do bolo. Os modelos desenvolvidos nas Seções 2 e 3 supõem a existência de um *mark-up* constante. O processo de ajustamento via queda de salários reais reduzidos e a expansão do emprego no setor de exportações colocam todo o peso sobre os assalariados, que estavam anteriormente empregados e sofrem a redução no seu salário real. Os estruturalistas argumentam que um sistema de controle de preços ajuda a distribuir os custos dos reajustes econômicos e evita a deterioração distributiva tão comumente associada aos programas de estabilização.<sup>10</sup> A desvalorização da taxa de câmbio e o corte dos *deficits* orçamentários certamente não contribuem para a solução dos nossos problemas de desigualdade e pobreza. O redirecionamento dos gastos públicos se faz necessário.

<sup>10</sup> Os últimos modelos europeus do processo inflacionário voltam a dar ênfase explícita à distribuição de renda. Ver Layard (1982) e Grubb, Jackman e Layard (1982).

Nosso problema mais difícil são os insustentáveis *deficits* em conta corrente.<sup>11</sup> Suas origens são as mesmas dos surtos inflacionários, e dificilmente encontrarão solução no curto prazo. Nossos problemas econômicos tenderão a melhorar na medida em que a economia mundial se recupere e as taxas de juros internacionais caiam. A redução da proteção tarifária nos Estados Unidos e maiores investimentos do Norte no Sul também podem ajudar.

## Bibliografia

CLINE, William. Economic stabilization in Peru, 1975-78. In: CLINE, W., e WEINTRAUB, S., eds. *Economic stabilization in developing countries*. The Brookings Institution, 1981.

DÍAZ-ALEJANDRO, Carlos. Southern Cone stabilization plans. In: CLINE, W., e WEINTRAUB, S., eds. *Economic stabilization in developing countries*. The Brookings Institution, 1981.

DORNBUSCH, Rudiger. *Open economy macroeconomics*. Basic Books, 1981.

———. Stabilization policies in developing countries: what have we learned? *World Development*, 10 (9):701-8, 1982.

FISHLOW, Albert. Some reflections on post-64 Brazilian economic policy. In: STEPAN, A., ed. *Authoritarian Brazil*. Yale University Press, 1975.

FLEMING, Marcus. Domestic financial policies under fixed and under floating exchange rates. *IMF Staff Papers*, 9:369-79, 1962.

<sup>11</sup> Se os *deficits* em conta corrente não podem mais ser financiados, a nossa análise nos leva de volta ao modelo da Seção 2, onde a restrição  $B = 0$  será imperativa.

- FOXLEY, Alejandro. Stabilization policies and their effects on employment and income distribution: a Latin American perspective. In: CLINE, W., e WEINTRAUB, S., eds. *Economic stabilization in developing countries*. The Brookings Institution, 1981.
- FRY, Maxwell. Money and capital or financial deepening in economic development? *Journal of Money, Credit and Banking*, 10 (4) : 464-75, 1978.
- . Models of financially repressed developing economies. *World Developing*, 10 (9) :731-50, 1982.
- GIOVANINI, Alberto. The interest elasticity of savings in developing countries: the existing evidence. Mimeo. MIT, 1982.
- GRUBB, David, JACKMAN, Richard, e LAYARD, Richard. Wage rigidity and unemployment in OECD countries. Discussion Paper, 135. Centre for Labour Economics, London School of Economics, 1982.
- HARBERGER, Arnold. The Chilean economy in the 1970's: crisis, stabilization, liberalization, reform. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 17:115-52, 1982.
- KAPUR, Basant. Alternative stabilization policies for less developed economics. *Journal of Political Economy*, 84 (4) :777-95, 1976.
- LAYARD, Richard. *Is incomes policy the answer to unemployment?* Discussion Paper, 99. Centre for Labour Economics, London School of Economics, 1982.
- MACEDO, Roberto. A critical review of the relation between post-64 wage policy and the worsening of Brazil's size income distribution in the 1960's. *Exploration in Economic Research*, 4 (1) :117-40, 1977.
- MATHIESON, Donald. Financial reform and capital flows in a developing economy. *IMF Staff Papers*, 26 (3) :450-89, 1979.

- MCKINNON, Ronald. *Money and capital in economic development*. The Brookings Institution, 1973.
- MEADE, James. *The balance of payments*. Oxford University Press, 1951.
- MUNDELL, Robert. *International economics*. MacMillan, 1968.
- RAMOS, Joseph. The economics of hyperstagflation: stabilization policy in post-1973 Chile. *Journal of Development Economics*, 7 (4) :467-88, 1980.
- RODRIGUEZ, Carlos Alfredo. The Argentine Stabilization Plan of December 20th. *World Development*, 10 (9) :801-12, 1982.
- WEINTRAUB, Sidney. Case study of economic stabilization: Mexico. In: CLINE, W., e WEINTRAUB, S., eds. *Economic stabilization in developing countries*. The Brookings Institution, 1981.
- WILLIAMSON, John. *A comparison of macroeconomic strategies in South America*. Mimeo. Institute for International Economics, 1982.

(Originais recebidos em setembro de 1982.)

