

## Introdução: Debates, Desempenho e as Políticas de Escolha Política

*Introduction: Debates, performance  
and the political choice policies*

CAROL WISE \*,\*\*

---

RESUMO: Apesar da ampla adoção de reformas de mercado na América Latina na última década, ainda não há consenso sobre o tipo de regime cambial que melhor complementaria um modelo econômico liberal. Embora tenha havido uma mudança distinta de taxas fixas para taxas flutuantes desde a crise do peso mexicano de 1994, a evidência empírica é ambivalente quando se trata de medir o sucesso das políticas em qualquer regime. À luz dessa ambivalência empírica, este artigo introdutório argumenta que uma linha de pesquisa mais frutífera reside na compreensão das lições de economia política que podem ser obtidas do ponto de vista do gerenciamento da taxa de câmbio. Isso implica, em primeiro lugar, um exame das pressões conflitantes que interesses especiais exercem sobre os oficiais de política para manter a taxa de câmbio em um determinado nível; e segundo, requer análise dos mecanismos institucionais mais amplos através dos quais a política monetária é mediada. O artigo sugere que o “sucesso” ou “fracasso” das políticas pode depender tanto da tenacidade e da política dos formuladores de políticas quanto dos aspectos técnicos da formulação de políticas macroeconômicas.

PALAVRAS-CHAVE: Economia política; taxa de câmbio; liberalização; crise cambial; estabilização.

ABSTRACT: Despite the widespread adoption of market reforms in Latin America over the past decade, there is still no consensus about the type of exchange rate regime that would best complement a liberal economic model. While there has been a distinct shift from fixed to floating rates since the Mexican peso crisis of 1994, the empirical evidence is ambivalent when it comes to measuring policy success under any one regime. In light of this empirical ambivalence, this introductory article argues that a more fruitful line of research lies in understanding the political economy lessons that can be gleaned from the standpoint of exchange rate management. These entails, first, an examination of the conflicting pressures that special interests exert on policy officials to maintain the exchange rate at a certain level;

---

\* Associated Professor of Political Economy at the School of Advanced International Studies – SAIS of Johns Hopkins University, Baltimore/MD, United States of America. E-mail: cwise@E-mail.usc.edu.

\*\* Tradução de Rosiléa Pizarro Carnelós.

and second, it requires analysis of the broader institutional mechanisms through which monetary policy is mediated. The article suggests that policy “success” or “failure” can depend as much of policymakers’ tenacity and statecraft as of the technicalities of macroeconomic policymaking.

KEYWORDS: Political economy; Exchange rate; liberalization; currency crisis; stabilization.  
JEL Classification: F31; F32; E60.

---

Da mesma forma que a Grande Depressão dos anos 30 desencadeou mudanças políticas e econômicas extraordinárias na América Latina, assim também se deu com a outra depressão importante em toda essa região – o impacto da dívida de 1982 e a profunda recessão que persistiu durante toda a década. Mas enquanto a primeira crise definiu o cenário das cinco décadas seguintes de protecionismo e populismo na América Latina, a última provocou a resposta contrária. Tendo descoberto, a duras penas, que a economia mundial do fim do século XX era um cenário muito diferente para se fazer negócios, uma nova geração de políticos e *policy makers* latino-americanos terminou por adotar profundas reformas de mercado em 1990. Além disso, a redução exagerada das barreiras para o comércio e as finanças acelerou a integração da região aos mercados internacionais, onde um desenvolvimento rápido no fluxo de bens e de capital estava ocorrendo havia muito tempo.<sup>1</sup> Como consequência disso, o volume total de negócios da América Latina dobrou ao longo dos anos 90; e entre 1990 e 1996 os principais países de mercado emergente como Argentina, Brasil e México assistiram a um aumento seis vezes maior dos fluxos de capital líquido, incluindo fluxos de carteira de títulos (obrigações e ações) e investimento estrangeiro direto (FDI – foreign direct investment). Essa situação contrasta fortemente com os fluxos líquidos de capital negativos que a região registrou durante os anos 80.

Apesar dessa reviravolta favorável e notável, a última década também mostrou que uma exposição internacional maior produz demandas mais rigorosas de políticas macroeconômicas coerentes e com credibilidade. Resumindo, considerando que as atitudes anteriores a 1982 relativas à política macroeconômica na América Latina basicamente equivaleram a uma estratégia de “negligência benigna”, essa opção foi impossibilitada pelas exigências do setor externo que se tornaram evidentes no curso das amplas reformas de mercado.<sup>2</sup> Como se podia prever, os deba-

---

<sup>1</sup> DeAnne Julius, “International Direct Investment: Strengthening the Policy Regime”, in Peter B. Kenen, ed., *Managing the World Economy* (Institute for International Economics, 1994), pp. 276-7.

<sup>2</sup> Com relação a isso, o ex-presidente panamenho Nicolás Ardito-Barletta observou que até meados dos anos 70, a maior parte dos países da América Latina “ havia feito pouquíssimo uso de instrumentos de política macroeconômica. As taxas de câmbio eram fixadas com relação a várias das principais moedas fortes. Os controles de importação eram parte das políticas de substituição de importação. As reservas eram mantidas em níveis baixos e não eram acumuladas nos momentos favoráveis em termos de comércio. A política fiscal consistia em decidir quanto do déficit do governo seria financiado internamente, porque isso iria determinar o aumento na quantidade de dinheiro e de inflação. A política

tes sobre política macroeconômica passaram a ter uma carga política maior. As decisões relativas às negociações comerciais ou às opções para esquemas de integração regional tornaram-se mais controversas, assim como os esforços para solucionar as crises monetárias e o estresse do mercado financeiro que, a partir de 1994, afligiram intermitentemente a Argentina, o Brasil, o México e a Venezuela – os quatro países tratados neste livro. Como observou Jeffrey Frieden, “níveis elevados de integração financeira e comercial orientam a política monetária para a taxa de câmbio, acabam fazendo com que essa taxa de câmbio crie dissensão do ponto de vista da distribuição e levam a um contexto mais politizado para a elaboração de política macroeconômica”.<sup>3</sup>

Este conjunto de ensaios examina o desenvolvimento de um contexto mais politizado para a elaboração de políticas macroeconômicas na América Latina do ponto de vista da administração cambial. Definido aqui como o preço de uma moeda nacional expresso em termos de outras moedas ou de ouro, a taxa de câmbio tem impacto direto sobre uma ampla faixa de preços relativos. Deve-se admitir que todas as políticas macroeconômicas são importantes, mas nas condições atuais de abertura comercial e financeira sem precedentes na região, as mudanças no nível e na estabilidade da taxa de câmbio podem afetar mais rapidamente o crescimento, o emprego, a inflação e outros indicadores-chave da economia (por exemplo, o preço relativo de mercadorias, mão-de-obra e ativos financeiros). É interessante notar que, apesar de um forte consenso com relação à importância da política monetária e o efeito geral de seu impacto, pouca atenção se deu ao papel da política na escolha e na sustentabilidade de um determinado regime cambial. O México, na qualidade de primeiro país na América Latina a passar por uma crise cambial total nessa era de reforma de mercado, foi o que recebeu uma análise mais minuciosa. Dado o papel proeminente que se atribuiu à política no desencadeamento dessa crise, a proposta deste livro é expandir a análise da política cambial a outros países na região.<sup>4</sup>

Início com um conjunto bem simples de perguntas. Quais são os debates principais que circundaram a política cambial desde o advento das reformas de mercado na América Latina? Comparando o desempenho econômico dos quatro países tratados aqui, quais as lições de economia política que podem ser tiradas do ponto

---

monetária foi usada principalmente para manter baixas as taxas de juros, produzindo um excesso de demanda de crédito e permitindo que os governos dirigissem o crédito para setores prioritários que eles mesmos definiam”. Ver Nicolás Ardito-Barletta, “Managing Development and Transition”, in Kenen, ed., *Managing the World Economy*, pp. 183-4.

<sup>3</sup> Jeffrey A. Frieden, “Exchange Rate Politics: Contemporary Lessons from American History”, *Review of International Political Economy* vol. 1 (1994), p. 87.

<sup>4</sup> Bons resumos das escoras políticas da crise do México de 1994 foram escritos por Peter Smith, “Political Dimensions of the Peso Crisis”, Denise Dresser, “Falling from the Tightrope: The Political Economy of the Mexican Crisis”, e Jeffrey A. Frieden, “The Politics of Exchange Rates”, que podem ser encontrados em Sebastian Edwards e Moisés Naím, eds., *Mexico 1994: Anatomy of an Emerging-Market Crash* (Washington: Carnegie Endowment for International Peace, 1997).

de vista da administração cambial? Caso a política seja realmente relevante, quais são os principais fatores sociais e os mecanismos institucionais empregados nas tomadas de decisões macroeconômicas? Essas perguntas são exploradas abaixo, de maneira bem resumida.

## OS PRINCIPAIS DEBATES

Dois temas sobrepostos caracterizaram o debate sobre a política cambial da América Latina desde a implementação, de grande alcance, das reformas de mercado. O primeiro refere-se ao tipo de regime cambial que melhor complementaria o novo modelo econômico liberal. As opiniões diferem amplamente, e o paradigma econômico liberal não dá nenhuma orientação clara.<sup>5</sup> Por exemplo, dois economistas liberais ganhadores do Prêmio Nobel, Milton Friedman e Robert Mundell, defenderam, respectivamente, uma taxa de câmbio livremente flutuante e uma taxa fixada com base no padrão ouro.<sup>6</sup> Os debates sobre as taxas de câmbio continuaram sendo uma característica constante da mudança pós-Bretton Woods, dos ajustes monetários fixos para os ajustes flexíveis<sup>7</sup>, mas os esforços manifestos da América Latina para com essas questões no contexto de economias mais abertas reavivou discussões anteriores sobre a escolha da política na região.

As estratégias de desenvolvimento dos países da América Latina, radicalmente modificadas, também deram origem a novos desafios; um segundo tema a emergir ao longo da década passada diz respeito ao modo como a política cambial pode lidar melhor com novas pressões. Para ser mais específico, a liberalização da conta corrente e da conta de capital criou outras pressões no sentido de valorização cambial. Quando os fluxos de capital se aceleram e a taxa de câmbio não consegue ajustar-se adequadamente, as pressões inflacionárias aumentam e a taxa de câmbio real valoriza-se através de uma inflação interna mais elevada. Nesse cenário, um padrão regional familiar nos anos 90 foi a crescente tendência de crescimento para déficits de conta corrente e a dependência maior de fluxos de investimentos de portfólio e altas taxas de juros para atrair mais capital com vistas ao financiamento desses déficits. A pressão para uma valorização monetária sob tais circunstâncias continuou constante, independentemente dos vários regimes cambiais adotados.

A verdadeira causa disso parece residir num determinado compromisso político do governo em implementar políticas internas necessárias para sustentar a

---

<sup>5</sup> Ver Richard J. Sweeney, Clas Wihlborg, e Thomas D. Willett, "Introduction", in Sweeney, Wihlborg, e Willett, eds., *Exchange-Rate Policies for Emerging Market Economies* (Boulder: Westview Press, 1999), p. 2.

<sup>6</sup> Este debate está resumido em Jeffrey A. Frankel, "Real Exchange-Rate Experience and Proposals for Reform", *American Economic Review*, vol. 86 (1996), pp. 156-7.

<sup>7</sup> Taxas de câmbio fixas prevalecem quando os governos concordam em manter o valor de suas moedas em níveis pré-estabelecidos; taxas flutuantes permitem que o mercado determine o valor relativo das moedas.

moeda num nível competitivo.<sup>8</sup> De qualquer maneira, como esses países de mercado emergente canalizaram seu destino econômico para o setor externo, através da pro moção ativa de exportações e de financiamento estrangeiro direto, a valorização da taxa de câmbio atua no sentido de minar os esforços direcionados à uma integração mais bem-sucedida aos mercados internacionais.<sup>9</sup>

A gama de opções cambiais adotada pelas principais economias da América Latina ao longo da última década está representada na figura 1.1. Como mostra a figura, são poucas as alternativas que os *policy makers* latino-americanos não tentaram. A figura corresponde aos três regimes principais que Max Corden discute em seu capítulo geral: o regime fixo, porém ajustável (FBAR – fixed but adjustable rate regime), e o regime de taxa flutuante. A extremidade esquerda desse *continuum* pode ser caracterizada como a abordagem da âncora nominal, em que uma taxa de câmbio fixa ou com *crawling peg*<sup>10\*</sup> é usada para exercer uma pressão descendente na taxa de inflação de um país. Na extremidade direita do *continuum* reside a abordagem de metas reais, em que a taxa de câmbio nominal é usada para atingir tais metas como, por exemplo, taxa de emprego mais elevada ou uma reviravolta vantajosa na conta corrente. Corden adverte, dizendo que “nenhum regime tem apenas vantagens ou desvantagens – sempre estão envolvidos trade-offs. Muitos regimes são possíveis e podem parecer bem-sucedidos, contanto que não haja nenhum choque importante”.

Figura 1  
Regimes de Câmbio na América Latina

	México (até 1994)		México (1995 em diante)
Argentina		Venezuela	
	Brasil, Chile (até 1998)		Brasil, Chile (1999 em diante)
Taxa Fixa	Banda Estreita (com banda interna)	Flutuação Administrada ou Banda Média	Taxa Flutuante
Âncora Cambial	<		> Âncora Monetária

Fonte: JP Morgan, *Latin American Economic Outlook*, 28 de Agosto, 1998, p.11.

<sup>8</sup> Frieden, “Politics of Exchange Rates”, p. 87.

<sup>9</sup> A valorização da moeda torna os bens comercializáveis mais baratos no mercado interno, mas mais caros nos mercados internacionais e, assim, prejudica o objetivo de atingir ganhos competitivos através do crescimento impelido pelas exportações.

<sup>10\*</sup> *Crawling peg* é uma expressão utilizada para referir-se à indexação da taxa de câmbio em relação a uma moeda forte, pré-fixando uma taxa de desvalorização. (N. da T)

No entanto, a literatura está cheia de argumentos em defesa de uma estratégia em detrimento da outra. Considerando a forte e manifestamente malsucedida confiança da América Latina nos regimes FBAR durante a maior parte do período posterior à 2ª. Guerra Mundial, o senso comum nos anos 90 não considerou essa estratégia intermediária obsoleta.<sup>11</sup> Esses regimes intermediários não são mais viáveis sob condições de alta mobilidade de capital e de padrões, fortemente ligados, de integração financeira internacional, conforme se argumenta. Em outras palavras, os países se deparam com um a escolha entre taxas fixas (Argentina) e taxas flutuantes (México). Porém, há exceções claras a essa noção de um patamar intermediário em extinção, como é o caso do Chile.

Com sua experiência mais longa em liberalização e seus fundamentos macroeconômicos bem sólidos no período posterior a 1982, o Chile foi o país que mais obteve conquistas na região durante quase duas décadas. O principal fundamento foi a taxa de câmbio que até 1998 consistiu em um sistema de taxa nominal baseado numa banda com *crawling peg*. A banda cambial do Chile, conjuntamente com os requisitos mínimos de permanência do FOI e os requisitos de reserva não remunerada de outras formas de entradas de capital, possibilitou que a economia resistisse a choques externos, tais como a crise monetária do México, em fins de 1994. Também constituiu a chave de uma estratégia econômica que procurou, de forma bem eficaz, promover alta taxa de crescimento e baixa taxa de inflação através da expansão agressiva das exportações.<sup>12</sup> (O caso do Chile não foi incluído neste projeto porque já foi amplamente estudado).<sup>13</sup> Basta dizer que as principais respostas do Chile às crises da Ásia, da Rússia e do Brasil, de 1997-1998 – a mudança para uma taxa flutuante e o abandono dos controles de capital – são testemunhos não da descoberta de uma política cambial “melhor”, mas do reconhecimento dos *policy makers* de que a mudança das circunstâncias internacionais garantia um curso diferente de ação na política interna.

Embora a grande diversidade de opções adotada na América Latina sob o bandeira do “intermediário” (por exemplo, *crawling pegs*, *bands*, *currency baskets*) torne difícil especificar os *trade-offs*, esses persistiram mais claramente nas extremidades do *continuum* da figura 1.1. No lado das taxas de câmbio fixas, as vantagens residem no aumento da credibilidade do governo sob a forma de uma disciplina macroeconômica maior e uma redução da inflação; o *trade-off* indica até que ponto a saúde da economia interna depende das tendências no setor externo, especialmente sob condições de alta mobilidade de capital e fluxos financeiros voláteis. No que diz

---

<sup>11</sup> Jeffrey A. Frankel, *The International Financial Architecture*, Policy Brief n° 5 1 (Brookings, June 1999), p. 5.

<sup>12</sup> Ver Sebastian Edwards, “Capital inflows into Latin America: A Stop-Go Story?”, Working Paper, 6441 (Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, Março de 1998)

<sup>13</sup> Ver, por exemplo, Barry P. Bosworth, Rudiger Dornbusch, e Raúl Labán, eds., *The Chilean Economy: Policy Lessons and Challenges* (Brookings, 1994).

respeito a moedas flexíveis ou flutuantes, os benefícios residem na capacidade de o sistema cambial ajustar-se a mudanças na competitividade, absorver os impactos externos reais e mitigar tanto as oscilações de entrada quanto as de saída de capital; os riscos constituem em uma suscetibilidade maior às oscilações erráticas da taxa de câmbio, com ênfase no setor comercial, e a tentativa dos governos de moderar a disciplina monetária e fiscal na ausência de uma âncora nominal.

Novamente, esses *trade-offs* tornam difícil a defesa da superioridade de um regime em detrimento de outro. As mudanças de escolhas políticas refletidas na figura 1.1 sugerem que um regime tido como apropriado num determinado momento pode simplesmente não ser tão viável assim num outro momento. Nesse conjunto de estudos de casos, defendemos a ideia de que a hora da verdade – de ajustar ou defender a taxa de câmbio – é mais do que simplesmente uma questão técnica. É também uma decisão política, e uma decisão que é ligada fortemente ao compromisso de um país de implementar as políticas necessárias para sustentar o regime escolhido.

## DESEMPENHO MACROECONÔMICO E REALIDADES EMPÍRICAS NOS ANOS 90

Os quatro países incluídos neste estudo foram escolhidos por várias razões. Primeiro, por serem as quatro maiores economias da região, esses casos são muito semelhantes no que se refere à condição de países de mercado emergente ou países em desenvolvimento com renda média. Além disso, o termo “mercado emergente” denota, no mínimo, que os quatro países fizeram avanços consideráveis na implementação de reformas econômicas liberais. Embora o esforço de reforma de mercado da Venezuela tenha sido tomado de assalto pelos políticos nacionais em meados dos anos 90, conforme Javier Corrales salienta em seu capítulo, os *policy makers* ainda conseguiram preservar importantes mecanismos institucionais que ajudaram a racionalizar a política cambial.

No entanto, apesar da semelhança de condição, os quatro casos diferem consideravelmente na variável dependente: escolha do regime cambial. Conforme mostra a figura 1.1, o México e o Brasil estão num terreno relativamente novo com seus regimes cambiais flexíveis, enquanto a Argentina está num patamar de todo extremo com sua taxa de câmbio estreitamente fixada com relação ao dólar norte-americano, sob um *currency board*<sup>14</sup>. Finalmente, a Venezuela continua na faixa intermediária com sua banda cambial. O principal ponto de partida para as análises

---

<sup>14</sup> Regime cambial e monetário caracterizado pela paridade fixa entre a moeda doméstica e a moeda forte, a constituição prévia de um lastro em divisas para o estoque da base monetária e a determinação de que o Banco Central só pode emitir moeda para comprar reservas internacionais. (N. da T.)

ses feitas neste livro é essa variação nas respostas da política interna que se atribui aos tipos de pressões políticas que afetam os *policy makers* nacionais.

Assim como a escolha de um sistema cambial adequado produz diferentes pontos de vista, o mesmo se dá com a questão do desempenho macroeconômico sob um determinado regime monetário. O sucesso do Chile, com uma política cambial intermediária, obteve o mais amplo consenso,<sup>15</sup> mas depois de concordarem com isso, os analistas políticos rapidamente se dividiram. Pesquisando-se a extensa literatura de economia política da América Latina, é possível encontrar argumentos empíricos convincentes para cada extremidade do *continuum* cambial apresentado na figura 1.1. Por exemplo, em defesa de arranjos mais flexíveis, um levantamento recente de cerca de 25 episódios de estabilização na região constatou que apenas um terço deles, baseado numa âncora de taxa de câmbio, foi bem-sucedido; o resultado mais comum, no caso das taxas de câmbio fixas, foi recuar diante da inflação continuada, em oposição aos preços estabilizados.<sup>16</sup>

As evidências, porém, são ambíguas. Estudos recentes feitos por pesquisadores do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) reavaliaram os supostos benefícios de uma flexibilidade cambial maior: em todas as frentes – desde a capacidade de absorver melhor os choques externos até uma facilidade maior em se ajustar a mudanças na competitividade – verificou-se que um regime mais flexível era também deficiente. Assim, o economista dirigente do BID, Ricardo Hausmann, resumiu os achados: “Os regimes cambiais flexíveis não permitiram uma política monetária mais estabilizada e tenderam a ser mais pró-cíclicos. Além disso, regimes flexíveis resultaram em taxas de juros reais mais elevadas, sistemas financeiros menores e taxas de juros internas que são mais sensíveis aos movimentos das taxas internacionais. Os regimes flexíveis também tendem a promover indexação de salários. O pior, porém, é que embora os regimes flexíveis sejam anunciados como um meio de manter a competitividade, a preferência manifesta da América Latina é permitir um movimento muito pequeno da taxa de câmbio, mesmo em períodos de grandes choques reais, como o de 1998”<sup>17</sup>

À luz dessas tendências e reconhecendo que “taxas de câmbio fixas nunca são fixas por muito tempo”, o projeto do BID estuda propostas de dolarização – o précompromisso definitivo de que não ocorrerá grande desvalorização. Este livro aborda a questão da dolarização apenas superficialmente. Primeiro porque ainda

---

<sup>15</sup> Uma excelente atualização da experiência chilena foi feita por Andrés Velasco e Pablo Cabezas, “Alternative Responses to Capital Inflows: A Tale of Two Countries”, in Miles Kahler, ed., *Capital Flows and Financial Crises* (Cornell University Press, 1998), pp. 128-57.

<sup>16</sup> Pamela Martin, Jilleen R. Westbrook, e Thomas D. Willett, “Exchange Rate Based Stabilization Policy in Latin America”, in Sweeney, Wihlbor, and Willett, eds., *Exchange-Rate Policies for Emerging Market Economies*, p. 141-63.

<sup>17</sup> Ricardo Hausmann, “The Exchange Rate Debate”, *Latin American Economic Policies*, vol. 7 (1999), pp. 1-2.



é muito cedo para falar de forma definitiva sobre essa opção política. Parecem promissoras algumas das propostas que vêm da América Latina (Argentina, Equador, El Salvador e vários outros países da América Central), na esteira da crise do Brasil; na hipótese de que se tornem realidade, o advento da dolarização na América Latina produziria um outro conjunto de ensaios. Em segundo lugar, ainda não está claro se, nos Estados Unidos, existe um grupo, necessário, de políticos para promover o avanço da dolarização no Hemisfério Ocidental.

Se nem os debates nem os dados acrescentam muito no que diz respeito ao fim das “realidades empíricas”, a mudança para uma flexibilidade cambial maior é realmente uma tendência inequívoca em todo o mundo em desenvolvimento. Enquanto as taxas fixas prevaleciam em 87 % dos países em desenvolvimento em 1975, em meados dos anos 90 esse número caiu para menos de 50%.<sup>18</sup> Na América Latina, onde essa mudança se desdobrou em dois estágios, a tendência para a flexibilidade foi mais pronunciada. Nos estágios iniciais do ajuste, depois dos choques das dívidas de 1982, as altas pressões inflacionárias e a credibilidade extremamente baixa tornaram o regime fixo ou semifixo a escolha mais sensata. Porém, como a inflação cedeu, o crescimento foi retomado e as reformas fiscais e monetárias foram implementadas, um sistema mais flexível passou a fazer mais sentido.<sup>19</sup> Excetuando-se os custos e benefícios mencionados anteriormente, a tendência para taxas mais flexíveis esteve associada, em geral, à liberalização do comércio e do investimento nos anos 90, e com maior ênfase nas moedas impulsionadas pelo mercado e nas taxas de juros.

Os dados apresentados na tabela 1.1 refletem as tendências macroeconômicas que sustentaram essa mudança para uma flexibilidade cambial maior, com exceção de um caso, a Argentina. Como se pode ver pela comparação dos cinco países, em meados dos anos 90 a inflação estava finalmente sob controle (com a média regional abaixo de 9% em 1999), o crescimento havia sido retomado em graus variados e as finanças do governo estavam muito melhores em três dos cinco casos. Desse modo, em meados dos anos 90, a Argentina e o México se haviam equiparado ao Chile ao atingirem os ideais de estabilidade monetária e de aumento da credibilidade que, na maior parte das vezes, estão associados a uma taxa fixa ou semifixa. Ao mesmo tempo, no entanto, o déficit contínuo na balança comercial e na conta corrente reflete a pressão constante e a volatilidade que esses países enfrentam na frente externa. A tendência nos cinco casos foi sustentar por muito tempo uma taxa de câmbio valorizada e artificialmente forte, pelo menos até que choques externos não administráveis iniciassem uma crise monetária.

---

<sup>18</sup> Francesco Caramazza e Jahangir Aziz, *Fixed or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990s* (Fundo Monetário Internacional, 1998), pp.2-3

<sup>19</sup> Banco J. P. Morgan S.A., “Making Latin fx Regimes More Flexible”, *Latin American Economic Outlook*, 28 de agosto de 1998, pp. 11-8.

Tabela 1.1:  
Comparando o Desempenho Econômico:  
Argentina, Brasil, Chile, México e Venezuela, 1993-2000

Indicador	Média 1993-97	1998	1999 <sup>a</sup>	2000 <sup>b</sup>
<b>Argentina</b>				
PIB Real (variação percentual	4.4	3.9	-3.0	4.0
Consumo <sup>c</sup>	3.0	7.7	-2.8	3.7
Investimento <sup>c</sup>	1.8	-3.8	-1.6	1.4
Índice de Preços ao Consumidor	3.7	0.9	-1.2	0.0
Percentual (Dez-Dez.)	2.6	0.7	-1.8	1.0
Balanço do governo (percentual do PIB)	-1.2	-1.8	-2.7	-2.1
Taxa de Câmbio (Unidades/US\$)	1.00	1.00	1.00	1.00
Balança Comercial (US\$ bilhões)	-0.	-3.1	-0.8	-1.5
Exportações	20.2	26.4	23.3	26.3
Importações	21.1	29.	24.1	27.8
Resultado da Conta Corrente	-8.3	-14.6	-12.2	-13.5
Percentual do PIB	-3.1	-4.9	-4.3	-4.6
Reservas Internacionais (US\$ bilhões)	21.0	33.2	34.6	36.4
Dívida Externa Total (US\$ bilhões)	101.20	141.10	144.60	153.30
Curto Prazo <sup>d</sup>	17.6	20.9	21.4	22.4
Dívida Externa Total (percentual do PIB)	36	45	51	51
Dívida Externa Total (percentual das exportações) <sup>e</sup>	339	357	416	391
Indicador	Média 1993-97	1998	1999 <sup>a</sup>	2000 <sup>b</sup>
<b>Brasil</b>				
PIB Real (variação percentual	4.2	-0.1	0.8	3.7
Consumo <sup>c</sup>	3.7	0.4	-0.8	2.3
Investimento <sup>c</sup>	1.7	-0.5	-0.8	0.9
Índice de Preços ao Consumidor	290	3.2	4.9	7.4
Percentual (Dez-Dez.)	226	1.7	8.9	6.5
Balanço do governo (percentual do PIB)	-19.9	-8.1	-9.5	-3.6
Taxa de Câmbio (Unidades/US\$)	0.82	1.22	1.81	1.90
Balança Comercial (US\$ bilhões)	1.6	-6.6	-1.2	4.3
Exportações	45.9	51.1	48.0	57.6
Importações	44.2	57.7	49.2	53.2
Resultado da Conta Corrente	-14.8	-33.6	-24.4	-23.3
Percentual do PIB	-2.3	-4.3	-4.4	-3.5
Reservas Internacionais (US\$ bilhões)	45.3	42.6	36.3	37.3
Dívida Externa Total (US\$ bilhões)	195.6	258.6	245.3	241.5
Curto Prazo <sup>d</sup>	55.6	38.0	32.0	30.0
Dívida Externa Total (percentual do PIB)	29	31	45	37
Dívida Externa Total (percentual das exportações) <sup>e</sup>	330	364	406	337

Indicador	Média 1993-97	1998	1999 <sup>a</sup>	2000 <sup>b</sup>
<b>Chile</b>				
PIB Real (variação percentual)	7.6	3.4	-1.1	7.0
Consumo <sup>c</sup>	5.0	2.7	-1.9	6.1
Investimento <sup>c</sup>	5.2	-0,5	-9.2	5.0
Índice de Preços ao Consumidor	9.2	5.1	3.3	3.9
Percentual (Dez-Dez.)	8.4	4.7	2.3	4.5
Balanco do governo (percentual do PIB)	2.1	0.4	-2.5	-0.3
Taxa de Câmbio (Unidades/US\$)	420	473	530	505
Balança Comercial (US\$ bilhões)	-0.3	-2.5	1.7	0.6
Exportações	13.8	14.8	15.6	18.0
Importações	14.1	17.3	14.0	17.5
Resultado da Conta Corrente	-2.7	-4.2	-0.1	-1.5
Percentual do PIB	-4.5	-5.7	-0.2	-2.0
Reservas Internacionais (US\$ bilhões)	13.8	15.7	14.7	15.3
Dívida Externa Total (US\$ bilhões)	23.1	33.5	35.0	37.6
Curto Prazo <sup>d</sup>	3.1	2.5	2.3	2.6
Dívida Externa Total (percentual do PIB)	36	42	51	47
Dívida Externa Total (percentual das exportações) <sup>e</sup>	123	152	162	152
Indicador	Média 1993-97	1998	1999 <sup>a</sup>	2000 <sup>b</sup>
<b>México</b>				
PIB Real (variação percentual)	2.3	4.8	3.7	5.5
Consumo <sup>c</sup>	0.5	4.1	3.0	3.6
Investimento <sup>c</sup>	0.7	1.8	0.3	2.9
Índice de Preços ao Consumidor	20.8	15.9	16.6	10.9
Percentual (Dez-Dez.)	21.0	18.6	12.3	9.5
Balanco do governo (percentual do PIB)	0.0	-1.3	-1.2	-0.8
Taxa de Câmbio (Unidades/US\$)	6.35	9.91	9.48	9.90
Balança Comercial (US\$ bilhões)	-3.5	-7.9	-5.4	-11.2
Exportações	79.7	117.5	136.7	160.7
Importações	83.3	125.4	142.1	171.8
Resultado da Conta Corrente	-12.8	-15.7	-14.0	-20.8
Percentual do PIB	-3.5	-3.7	-2.9	-3.6
Reservas Internacionais (US\$ bilhões)	19.3	31.8	32.4	33.4
Dívida Externa Total (US\$ bilhões)	160.3	163.7	162.5	171.5
Curto Prazo <sup>d</sup>	45.8	39.9	40.1	40.6
Dívida Externa Total (percentual do PIB)	43	38	34	29
Dívida Externa Total (percentual das exportações) <sup>e</sup>	162	112	102	91

Indicador	Média 1993-97	1998	1999 <sup>a</sup>	2000 <sup>b</sup>
<b>Venezuela</b>				
PIB Real (variação percentual)	1.4	-0.1	-7.2	4.2
Consumo <sup>c</sup>	-0.5	0.2	-2.4	4.3
Investimento <sup>c</sup>	-0.7	-0.5	=4.6	2.2
Índice de Preços ao Consumidor	60.5	35.8	23.6	17.8
Percentual (Dez-Dez.)	61.3	29.9	20.0	17.5
Balanço do governo (percentual do PIB)	-3.1	-7.0	-3.4	-1.1
Taxa de Câmbio (Unidades/US\$)	309.2	564.5	648.8	750.0
Balança Comercial (US\$ bilhões)	8.3	2.7	9.2	10.2
Exportações	19.5	17.6	20.9	26.8
Importações	11.1	14.8	11.8	16.6
Resultado da Conta Corrente	3.0	-2.6	5.5	4.3
Percentual do PIB	4.2	-2.7	5.4	4.0
Reservas Internacionais (US\$ bilhões)	9.9	11.9	12.3	12.9
Dívida Externa Total (US\$ bilhões)	37.8	37.2	35.7	34.6
Curto Prazo <sup>d</sup>	5.0	4.0	3.7	3.7
Dívida Externa Total (percentual do PIB)	54	38	36	33
Dívida Externa Total (percentual das exportações) <sup>e</sup>	167	169	148	115

Fonte: Morgan Guaranty Trust, "World Financial Markets", 14 de abril de 2000, pp.55.63.

a. Estimado

b. Previsão

c. Contribuição ao crescimento do PIB

d. Dívidas com vencimento original de menos que um ano

e. Exportação de bens, serviços e transferências líquidas.

Foi exatamente o que ocorreu, por exemplo, quando a taxa de câmbio do Chile caiu pela força dos choques da dívida de 1982, o peso mexicano caiu diante da tomada irresponsável de empréstimos privados e das saídas maciças de capital em 1994, e o real brasileiro se curvou, em fins de 1998, diante do peso da má administração fiscal e do contágio das crises que irromperam na Ásia e na Rússia. Nesses casos, assim como na Venezuela, a escolha de uma flexibilidade cambial maior foi o resultado imediato da crise financeira. Como mostra a figura 1.1, somente a Argentina se manteve na defesa de uma taxa de câmbio fixa nos anos 90, apesar de sua exposição aos mesmos padrões de contágio financeiro e volatilidade dos fluxos de capital internacional. No entanto, essa clara mudança para uma flexibilidade maior não deveria ser considerada uma acusação contra as taxas fixas: os dados continuam confirmando que os desajustes monetários e as explosões financeiras são igualmente prováveis tanto sob regimes flexíveis quanto fixos. Por exemplo, entre 1975 e 1996, numa amostra de 116 casos de países em desenvolvimento, em que a taxa de câmbio caiu pelo menos 25 % num ano, quase metade

desses principais ajustes ocorreu sob regimes flexíveis.<sup>20</sup> Ao final, o sucesso ou a falha parece depender muito da tenacidade dos *policy makers* e da capacidade dos líderes políticos de acumularem uma grande base para a estratégia escolhida, assim como das técnicas da elaboração de política macroeconômica.

## POLÍTICA CAMBIAL

Este estudo aborda a questão da política cambial sob dois ângulos. Primeiramente, considera as pressões conflitantes que os grupos de interesse exercem sobre os líderes e representantes políticos, ao exigirem que a taxa de câmbio seja mantida num determinado nível. As preferências cambiais dos grupos de interesse nos quatro países da América Latina estudados aqui tendem a se enquadrar, grosso modo, nas linhas traçadas a seguir.<sup>21</sup> Tradicionalmente, os produtores internos na América Latina têm sido os mais vociferantes e os mais divididos quando afirmam suas preferências monetárias. Aqueles que produzem para exportação preferem uma política de desvalorização cambial, mas previsível, enquanto aqueles que se dedicam à produção para o mercado interno tendem a defender uma política monetária mais flexível, de modo geral, incluindo uma taxa de câmbio ajustável. Os investidores internacionais unem-se aos grupos de interesse em exportação, em suas demandas por preços estáveis e previsíveis. Na esteira das altas taxas inflacionárias que prevaleceram até os anos 90, trabalhadores e consumidores da classe média chegaram a preferir taxas fixas supervalorizadas, o que eles associam a um poder de compra maior (crédito interno mais barato e pronto acesso a mercadorias importadas baratas).

Em segundo lugar, este livro considera as coalizões políticas e os mecanismos institucionais mais amplos pelos quais é mediada a política monetária. A abordagem dessa segunda questão está representada na figura 1.2, que sugere uma mudança no sentido de uma maior confiança na intermediação social ao longo da última década – através de legislações, câmaras de negócios, organizações trabalhistas, partidos políticos e consumidores em geral – na execução da política cambial. Essencialmente, durante a fase inicial da reforma de mercado na América Latina, os *policy makers* agiram de forma rápida e um tanto autocrática no lançamento de programas de estabilização, que procuraram combater as altas taxas de inflação proibitivas, pelo uso de taxas de câmbio fixas. À medida que os objetivos de uma âncora nominal iam sendo gradualmente atingidos (estabilidade de preço e maior credibilidade) na Argentina, Brasil e México, juntamente com o fim da primeira fase crucial das reformas de mercado baseadas na liberalização, privatização e desregulamentação, as tarefas da administração econômica se alteravam.

---

<sup>20</sup> Caramazza e Azis, *Fixed or Flexible?* p.5.

<sup>21</sup> Para uma elaboração completa da constelação dos grupos de interesse com relação à política cambial, ver Frieden, “Exchange Rate Politics”, pp. 83-6.

Figura 1.2: Política e Taxa de Câmbio nos Anos 90

Política	Regime de Taxa de Câmbio		
	Taxa Fixa	Taxa Intermediária	Taxa Flutuante
Prevalece Política de Elites	México (1988- 1994 ) Argentina (1991-1994)	Venezuela (toda a década)	
	Brasil (1994 -1998)		México 1995 em diante)
Maior Confiança na Intermediação Social		Chile (até 1998)	Brasil (1999 em diante)
	Argentina (1995 em diante)		Chile (1999 em diante)

Em meados dos anos 90, embora a Venezuela ainda tivesse que avançar totalmente na primeira fase dessas reformas, os outros três países enfrentavam dois tipos de desafios na segunda fase das reformas: a necessidade de outras iniciativas profundas de mercado em áreas que estavam atrasadas (reformas do mercado de trabalho, modernização fiscal em nível municipal) e a necessidade de fortalecer o pano de fundo institucional que sustenta a reforma de mercado (defesa mais rigorosa dos direitos de propriedade, mecanismos reguladores e fiscalizadores mais autênticos).<sup>22</sup> Com relação à administração cambial, o advento da segunda fase das reformas indicou que os fundamentos econômicos gerais pareciam, então, suficientes para sinalizar um compromisso constante de reduzir a inflação. Apesar dos debates acalorados na literatura sobre o cenário em que atuar a partir dali, e a deficiência, até esse ponto, de identificar uma estratégia de saída diplomática da âncora nominal, alguns estudiosos defenderam convincentemente uma flexibilidade maior, argumentando que “depois de atingidos esses objetivos iniciais, e depois que as questões monetárias e fiscais estivessem sob controle, seria necessária uma mudança de âncora e seria adotado um sistema mais flexível – ou um *float* administrado ou uma *crawling peg*”.<sup>23</sup>

Mas paradoxalmente, embora uma flexibilidade cambial maior ou o processo de permitir que o mercado determine o valor relativo da moeda possa implicar uma estratégia política sem participação direta, o que se dá é exatamente o contrário. De fato, os políticos e os *policy makers* foram cada vez mais cuidadosos em ganhar o apoio dos grupos de interesse e em oferecer uma ampla gama de pretensões compensatórias com o intuito de manter o apoio político ao longo do tempo. Esse imperativo compensatório provém tanto dos níveis mais intensos de competição econômica, aos quais todos os segmentos da sociedade civil foram expostos na era

<sup>22</sup> Manuel Pastor e Carol Wise, “The Politics of Second-Generation Reform”, *Journal of Democracy*, vol. 10 (Julho de 1999), pp. 34-48.

<sup>23</sup> Sebastian Edwards e Moisés Naím, “Introduction: Anatomy and Lessons of Mexico 1994”, in Edwards e Naím, eds., Mexico 1994, p. 20

da reforma de mercado (e, assim, a necessidade de oferecer uma certa prorrogação aos devedores no processo de reforma), quanto da incapacidade das taxas flexíveis de amortecerem e absorverem por completo os choques externos altamente voláteis que ocorreram demasiado rápido, começando com o colapso do México, em 1994. Os quatro estudos de caso neste livro examinam as formas pelas quais a política interna desequilibrou a balança em favor de um regime cambial particular nos anos 90. Embora o México e o Brasil tivessem realmente optado por uma flexibilidade cambial maior, exatamente como um grande representante do pensamento macroeconômico havia recomendado, por que uma crise financeira maciça se impôs para arrancar um regime ancorado das mãos dos *policy makers* dos dois países? Inversamente, como a Argentina se manteve na defesa de um regime de taxa fixa, apesar dos custos de austeridade, deflação e taxa de desemprego de dois dígitos? Enfim, por que a Venezuela se mostrou relutante, por tanto tempo, mantendo uma estratégia macroeconômica defensiva que ninguém recomenda, principalmente por causa de sua forte associação com o período pouco ativo de pré-reforma na América Latina? Nos quatro capítulos sobre os países, é explorado o papel dos grupos de interesse, das instituições nacionais e da política obsoleta em constituir essas diversas reações a contingências externas semelhantes.

Em seu capítulo sobre o México, Tim Kessler atribui a rígida atitude política da administração de Salinas às várias contradições econômicas e políticas que o partido dirigente (PRI) cultivou ao longo do mandato de Salinas (1988-1994). Na frente nacional, a ancoragem da taxa de câmbio nominal, associada a um programa de ajuste estrutural agressivo ajudou a desencadear uma recuperação econômica há muito tempo procurada, dirigida pelas exportações e pelo retorno dos fluxos de capital ao México. Além disso, ao fixar essa estratégia de estabilização com liberalização dentro de uma série de pactos sociais em andamento, negociados entre o Estado, o capital e a mão-de-obra, os representantes políticos do PRI puderam projetar uma imagem de maior preocupação com a transmissão de informações e prestação de contas ao público.

Analisando-se melhor, no entanto, observa-se que por baixo desse verniz de *concertación*, o PRI estava preocupado sobretudo em manter seus velhos estratagemas de sobrevivência política, independentemente dos custos econômicos potencialmente devastadores. Como Kessler afirma, a manutenção de uma taxa de câmbio supervalorizada atraiu um grande eleitorado interno, que compreendia grupos de interesse financeiros, industriais e de consumo. Ao conter a inflação e o custo da escalada das dívidas lastreadas em dólar e ao aumentar superficialmente o poder de compra do consumidor, a estratégia macroeconômica predominante pode ter sido insustentável a longo prazo, mas posicionou o PRI para uma reabilitação política após a derrota nas eleições presidenciais de 1988. Assim sendo, em termos de política interna, a recusa em ajustar a taxa de câmbio, mesmo que os indicadores econômicos do final do ano de 1993 tivessem indicado luz vermelha, pode ser parcialmente responsabilidade do ciclo eleitoral e da determinação do PRI de prolongar suas sete décadas de controle sobre a presidência do México.

Mas também houve alguns novos tipos de pressão na frente internacional que

favoreceram uma taxa de câmbio fixa e supervalorizada. Quase involuntariamente, o México se havia tornado o caso-teste, que David Hale chama de primeira “oscilação pós-Guerra Fria em fluxos de capital não securitizados” nos países em desenvolvimento desde antes da Primeira Guerra Mundial.<sup>24</sup> Os investidores individuais e internacionais, que mantiveram, em 1994, um patrimônio de U\$ 34 bilhões sem precedentes no México, foram especialmente inflexíveis em exigir que a equipe de Salinas segurasse a taxa de câmbio. Além disso, Washington considerou o superávit comercial dos Estados Unidos com o México, no início dos anos 90 (em grande parte resultado do peso forte), como o principal ponto a favor da entrada do México na NAFTA, Associação Norte-americana de Livre Comércio (North American Free Trade Agreement). O PRI usou essa combinação de fluxos de capital em rápida expansão e a perspectiva da entrada na NAFTA, ambos duvidosos para a manutenção do *status quo* macroeconômico do México, para sustentar ainda mais sua posição política nas eleições presidenciais de 1994.

Em última análise, apesar da tenacidade dos *policy makers* mexicanos em honrar seu compromisso cambial interna e externamente, a administração de Salinas, na verdade, tinha perdido o controle dos fundamentos macroeconômicos. A credibilidade do México caiu rapidamente quando o próprio PRI se viu encravado entre os vários grupos de interesse nacionais e internacionais que ele havia cortado tão enfaticamente, mas a quem já não podia mais agradar com uma moeda em queda. Do ponto de vista dos debates sobre a taxa de câmbio, parece que a mudança para um regime mais flexível, após 1994, possibilitou que os *policy makers* coordenassem melhor a política macroeconômica com níveis muito mais elevados de integração comercial e financeira. Porém, apesar da recuperação econômica impressionante do México, em marcha desde 1996, Kessler observa que o PRI, nos últimos anos, enfrentou níveis mais elevados de contestação política e competição eleitoral, nunca antes enfrentados. Isso por causa dos vários efeitos multiplicadores da crise do peso

- um plano sólido de socorro ao setor bancário interno, alegações contínuas de corrupção do PRI, uma onda implacável de crime urbano e a explosão nas taxas de pobreza. Ironicamente, embora o PRI tenha protelado por muito tempo a implementação de reformas políticas que iriam permitir uma intermediação social e uma prestação de contas ao público muito maiores, o principal legado da crise de 1994 foi a perda do controle político pelo partido dirigente e – como confirma a vitória presidencial do candidato do Partido de Ação Nacional (PAN), Vicente Fox, o advento de políticas mais abertas no México.

Assim como o México, o Brasil acabou enveredando para o caminho da flexibilidade cambial, por não ter outra escolha. Em ambos os casos, os *policy makers* foram subjugados pela tarefa de reconciliar as demandas políticas internas e as pressões internacionais no contexto de um regime cambial ancorado. No início de

---

<sup>24</sup> David D. Hale, “The Markets and Mexico: The Supply-Side Story”, in Edwards e Naim, eds., Mexico, 1994, pp. 201-45.



1999, a taxa de câmbio do Brasil era a penas uma entre muitas a se desarticular na era dos fluxos de capitais securitizados do período pós-Guerra Fria. Desse modo, os *policy makers* brasileiros estavam com certeza mais cientes do que seus colegas mexicanos das terríveis repercussões globais de uma má administração da política macroeconômica. Isso, infelizmente, não significou que eles tivessem capacidade para exercer o controle político necessário sobre a elaboração de política econômica. A principal diferença entre os dois casos foi o pano de fundo político mais caótico que havia predominado ao longo do tempo no Brasil, onde as exigências descontroladas e conflitantes de vários grupos de interesse tinham alimentado a alta inflação e a estagnação econômica por mais de uma década. Foi essa a causa da desvalorização ocorrida no Brasil em janeiro de 1999 – déficits fiscais cronicamente altos (ver tabela 1.1) –, ao contrário da crise do México, que foi desencadeada pelos gastos e tomadas de empréstimos irresponsáveis pelo setor privado.

Em seu capítulo sobre o Brasil, Eliana Cardoso inicia perguntando por que os *policy makers* optaram, em 1994, por atacar a taxa de câmbio para estabilizar a inflação, quando essa estratégia já havia falhado no México. A resposta: depois de uma série de planos de estabilização mal-sucedidos, que começou em 1986, não era mais possível acomodar a inflação pelo uso acentuado de indexação de preço e de uma política cambial competitiva. Justamente quando o México enfim delineou a combinação exata de políticas anti-inflacionárias, em 1987, e a Argentina, em 1991, é que os *policy makers* brasileiros encontraram seu caminho no sentido da estabilidade de preço com o lançamento do Plano Real, em fins de 1993. O plano, baseado no ajuste fiscal, na reforma monetária e no estabelecimento de uma âncora cambial nominal, promoveu um crescimento médio do PIB de 4% de 1994 a 1997 e reduziu a inflação anual para menos de 2% em 1998. No entanto, conforme se observou, o ajuste fiscal do Brasil não durou muito, e Cardoso atribui isso ao fim da inflação, que tornou os problemas fiscais mais transparentes, mas também mais difíceis de se manejar.

Em termos de política cambial, a combinação de profundas reformas de mercado com moeda fixa e valorizada estabeleceu o cenário para um *boom* nas importações e consumo de bens duráveis. A demanda interna foi mais estimulada por vários aumentos no salário mínimo e nos salários pagos pelo governo entre 1993 e 1995. Os grupos de interesse representando exportadores, durante muito tempo acostumados à taxa cambial baixa que favorecia os bens comercializáveis, não estavam satisfeitos com as tendências anti-exportação da taxa de câmbio. Mas eles foram rapidamente compensados pela oferta de crédito subsidiado por parte do governo e pelos aumentos de tarifa para os setores mais críticos. Como era de se prever, os esforços do governo para lidar com todas essas demandas dentro dos limites do Plano Real foram frustrados pela volatilidade do setor externo. Na ausência da restrição fiscal necessária, o ônus do ajuste caiu desproporcionalmente sobre a política monetária. Taxas de juros elevadas ajudaram a atrair grandes entradas de capital, mas também exacerbaram o volume das dívidas incobráveis que se haviam acumulado nos bancos estaduais. Na época em que as crises da Ásia e da Rússia se desdobraram, e os *policy makers* brasileiros não podiam mais contar

com as altas taxas de juros com vistas a atrair os grandes fluxos de capital necessários para cobrir os déficits fiscais e comerciais que haviam germinado sob o Plano Real.

Da mesma forma que no México de 1993, no Brasil de 1998 esse era o momento certo de se ajustar a taxa de câmbio. À primeira vista, as principais restrições políticas eram a aproximação das eleições presidenciais em outubro de 1998 e a relutância do presidente Fernando Henrique Cardoso em perturbar suas grandes perspectivas de reeleição. No período que se seguiu à eleição, contudo, quando se tornou evidente que simplesmente não havia mais substitutos para uma política fiscal saudável, mais uma vez se manifestaram os piores aspectos da política tradicional brasileira.<sup>25</sup> A política fiscal continuou refém de um Congresso que abrigava um sistema partidário altamente fragmentado, de governadores de estado que por muito tempo haviam obtido o poder político pelo controle sobre os orçamentos estaduais, e de várias brechas constitucionais que tinham efetivamente minado a reforma fiscal sob o Plano Real. Isso se configurou num cenário familiar de mercado emergente, e os investidores internacionais rapidamente saíram do Brasil em fins de 1998, escapando dos indicadores econômicos que já não tinham mais credibilidade. A rápida recuperação do Brasil sob um regime monetário flexível sugere que os fundamentos macroeconômicos estão novamente no caminho certo; o desafio agora reside na arte de se constituir uma coalizão política pró-reforma viável que possa romper com os vários grupos de interesse provincianos que convergiram para provocar a crise de 1999.

No caso da Argentina, a sombra do passado e a evolução das coalizões políticas nos anos 90 atuaram numa direção quase oposta à do Brasil. Vendo de fora, não se sabe quem, se a Argentina ou o Brasil, tinha menos credibilidade no início dos anos 90. Embora o Brasil tenha sido o mais lento em se voltar para as reformas de mercado, ambos haviam sido afligidos pela alta inflação e pelo péssimo desempenho macroeconômico durante vários anos. Porém a Argentina manteve-se firmemente numa taxa de câmbio fixa, sob um *currency board* desde 1991 – apesar da observação de Corden de que a “Argentina não é um candidato óbvio para um regime de taxa firmemente fixa”-, enquanto o Brasil se dirigiu para uma taxa flutuante.<sup>26</sup> O que explicaria a relativa falta de confiança da Argentina em sua própria credibilidade e, assim, sua determinação de aderir a um a âncora nominal, mesmo depois do avanço impressionante realizado com reformas de mercado ao longo da década passada?

Primeiro, ao contrário do Brasil e do México, os governos sucessivos da Argentina nunca conseguiram sustentar um período contínuo de taxas de crescimento “milagroso” após a Segunda Guerra Mundial. Além disso, diferentemente dos

---

<sup>25</sup> Ver Riordan Roett, “Brazilian Politics at Century’s End”, in Susan Kaufman Purcell e Riordan Roett, eds., *Brazil under Cardoso* (Boulder: Lynne Rienner, 1997), pp. 19-41.

<sup>26</sup> O “critério clássico” para uma *currency board* inclui economias abertas pequenas, com mercados de trabalho flexíveis.

brasileiros, os *policy makers* argentinos não conseguiram acomodar a inflação de forma a pelo menos manter a paz social. A explosão final de hiperinflação, entre 1989 e 1991, foi a gota d'água, e também o evento que desencadeou a instalação de um *currency board* sob o Plano de Convertibilidade. No capítulo sobre a Argentina, começo identificando os pontos cruciais (o colapso do México, os choques da Ásia e Rússia, e a crise do Brasil) durante os quais o *currency board* poderia ter-se desfeito facilmente, mas isso não ocorreu. Quase como seguindo um manual, os dirigentes argentinos seguiram políticas monetárias e fiscais estritas que foram essenciais para a manutenção do *currency board*, incluindo uma revisão minuciosa do sistema bancário nacional. Embora as pressões para a valorização cambial e a volatilidade econômica tenham sido um desafio constante nos anos 90, o *currency board* foi claramente bem-sucedido em estabilizar os preços e assinalar aos investidores a imagem desejada de uma economia argentina modernizada e reestruturada. Tecnicidades à parte, talvez a lição mais importante da experiência argentina com a taxa de câmbio seja o grau de transformação das políticas internas no processo de manutenção do *currency board*. O partido dirigente peronista, que teve as rédeas do governo durante toda a década de 90, nunca havia sido conhecido por suas tendências modernizadoras, mas sim por suas táticas de sectarismo e dissensão. Tudo isso mudou com a eleição, em 1989, do presidente Carlos Menem, que agiu rapidamente, renovando o partido peronista e atualizando sua agenda para atacar as difíceis tarefas de reforma. Menem agiu com perícia ao atrair uma nova base de constituintes que clamava por estabilidade econômica e ao neutralizar os opositores das reformas através de medidas compensatórias que não ameaçavam diretamente os objetivos da estabilização macroeconômica ou a convertibilidade. A classe trabalhadora organizada, historicamente a espinha dorsal da base peronista, foi acalmada pelo passo lento com que os políticos peronistas deram andamento às medidas de reforma trabalhista no Congresso; os exportadores, prejudicados pela valorização da taxa de câmbio, receberam oportunidades lucrativas de mudar para serviços e bens não comercializáveis no processo da privatização de ativos estatais; e as províncias controladas pelo partido peronista foram poupadas do ajuste fiscal até o impacto do choque tequila em 1995.

Assim, através de uma política astuta e trazendo tecnocratas rapidamente para acelerar o processo de sustentação de uma taxa de câmbio fixa, sob condições de alta mobilidade do capital, a administração Menem foi comparativamente bem-sucedida em reconciliar a política interna com as tendências internacionais bem voláteis. Os principais *trade-offs* se deram no âmbito da economia real, onde os efeitos prolongados da valorização cambial prejudicaram particularmente o emprego e a expansão da exportação. Como a supervalorização monetária favoreceu os serviços e os bens não comercializáveis, a predominância desses setores menos dinâmicos escamoteou a competitividade do país e sua capacidade de gerar crescimento adequado do emprego. Os imperativos da restrição fiscal atuaram contra a redução dos impostos empresariais e dos altos custos não salariais para os empregadores. Consequentemente, as taxas de desemprego, de dois dígitos, e a ênfase no período, na distribuição de renda, incitou os eleitores a sair do campo peronista,

em 1999, e a eleger uma nova coalizão de partidos que prometia atacar essas falhas de forma mais agressiva.

É interessante notar que toda discussão do *currency board* se tenha tornado tabu durante as várias disputas eleitorais que ocorreram nos anos 90, quando os políticos rapidamente verificaram que era impossível debater sobre a taxa de câmbio. Isso confirma que, embora com credibilidade, a taxa fixa da Argentina está longe de ser infalível. A equipe de Menem, que estava saindo, procurou ainda proteger a credibilidade do peso, por propostas flutuantes de dolarização, às quais o governo da Alianza Democrática rapidamente se voltou. Para sustentar o *currency board* indefinidamente, como pretendem os *policy makers*, haverá a necessidade de um progresso mais rápido num conjunto de medidas que intensifiquem a eficácia (reduções de impostos empresariais, mais desregulamentações, política de competição) e que possam atuar no sentido de ajustar preços relativos na ausência de uma desvalorização total. Isso efetivamente trouxe os desafios de reforma ao âmbito microeconômico, apresentando um conjunto de tarefas que vai requerer o fortalecimento de uma nova coalizão política – já que a antiga grande aliança, que se havia formado em torno dos objetivos de estabilização macroeconômica resistiu a muitos desses desafios.

Finalmente, a Venezuela é um caso em que quase todas as lições que acabamos de mencionar foram invertidas. Uma vez que a política interna continuou a ter precedência sobre a elaboração de política econômica na Venezuela durante os anos 90, esse é o ponto de partida para o capítulo escrito por Javier Corrales. Até o momento, essa análise mostrou que escolhas da política cambial foram finalmente desafiadas por políticas nacionais no Brasil e no México; na Argentina, a política nacional mostrou-se à altura da ocasião, quando as rigorosas demandas de sustentação do *currency board* exigiram que as coalizões políticas trabalhassem harmonicamente, de forma mais coesa e construtiva. Na Venezuela, no entanto, um sistema partidário competitivo de 30 anos de idade sofreu virtualmente um colapso sob o peso da emergente condição do país como retardário nas reformas. Em outras palavras, a manutenção de uma estratégia cambial, obtida a qualquer custo, triunfou sobre os partidos políticos tradicionais, pelo menos temporariamente, e possibilitou que uma coalizão de elite, em nível executivo, prevalecesse no desenvolvimento de uma política macroeconômica menos que ideal.

O que explica a capacidade dos *policy makers* venezuelanos de evitar uma desvalorização e uma crise desenvolvida totalmente ao estilo brasileiro, quando tiveram que enfrentar o mesmo contágio volátil das quedas ocorridas na Ásia e na Rússia? Essa pergunta é duplamente pertinente, considerando os 35% de declínio no preço das exportações de petróleo venezuelano que ocorreu em 1998 e o fato de que o petróleo tinha dado à Venezuela 80% de suas receitas com exportação e mais de 60% de seu lucro fiscal em 1997. Corrales argumenta, dizendo que a capacidade dos *policy makers* de defender a taxa de câmbio quase fixa do país se deveu à natureza das relações do governo com o Banco Central, isto é, o surgimento do Banco como uma das poucas instituições estatais modernizadas a sobreviver ao frustrado programa de reforma de mercado que havia sido lançado pela admi-

nistração de Carlos Andrés Pérez (1989-1993). Com sua condição legal autônoma e o forte controle sobre a oferta de câmbio exterior, o Banco Central foi bem-sucedido, usando seu poder para estabilizar a taxa de câmbio.

Porém Corrales acrescenta que “embora o Banco Central tenha vencido a batalha, o que restou do campo de batalha foi uma carnificina”. Em essência, os partidos políticos, há muito tempo no poder no país, foram derrubados por sua própria intransigência e por sua resistência aos tipos de reformas de mercado que, então, se haviam tornado comuns em outros casos de mercado emergente considerados aqui. Enquanto os políticos venezuelanos em essência se uniram e optaram, temporariamente, por rejeitar os tipos de reformas de mercado necessárias para reverter o medíocre desempenho macroeconômico refletido na tabela 1-1, as experiências dos outros três países sugerem que não há atalhos para a recuperação saudável da economia política na era de alta mobilidade de capital e de fluxos de capital securitizados.

Os capítulos que vêm a seguir revelam que os políticos e os *policy makers* na América Latina estão, na verdade, num novo patamar econômico e político. Os quatro casos confirmam que, ao mesmo tempo que pode não haver um projeto único para a escolha de um regime cambial, o que parece importar mais é como os governos realmente controlam sua política monetária. Da mesma forma, embora os imperativos de uma administração política saudável possam ser generalizados, o sucesso ou o insucesso na arte de promover coalizões pró-reforma pode dar-se em todas as formas e tamanhos. O México, por exemplo, com seu único partido dirigente determinado e fortemente ligado a vários setores da sociedade civil, pareceu, no início, um perfeito candidato a sobreviver aos desafios de sua política FBAR. A experiência da taxa fixa da Argentina, em contrapartida, não pareceu promissora em 1991, dado seu patrocínio peronista e a intensidade dos insucessos de políticas passadas. Porém a firmeza política deste último país e a tenacidade dos *policy makers* em seguir os fundamentos macroeconômicos necessários atuaram no sentido de reverter esses obstáculos. No Brasil, a implementação de uma profunda reforma de mercado contra um pano de fundo político tradicional deixou a lição de que, para o sucesso macroeconômico, a especialidade técnica é uma condição necessária, mas não totalmente suficiente. Os políticos nacionais têm que fazer sua parte para garantir esse sucesso, urna lição que os líderes venezuelanos parecem determinados a aprender a duras penas.

