

A abertura financeira externa: o caso argentino *

ROBERTO FRENKEL **

Este trabalho avalia a recente experiência argentina em matéria de abertura financeira e "liberalização" do mercado de capitais. Três aspectos da política econômica do período podem ser apontados como os principais determinantes destes processos: a Reforma Financeira de 1977, que deixou ao livre sabor do mercado todas as taxas de juros, inclusive aquelas dos bancos oficiais; a liberalização do mercado de moeda estrangeira (câmbio) e a eliminação dos controles sobre os movimentos de capitais; e a política antiinflacionária das "pautas cambiais" iniciada em fins de 1978. A articulação entre o mercado financeiro interno e externo é analisada mediante um modelo de equilíbrio parcial que incorpora expectativas e incerteza. Conclui-se que aquele esquema de política econômica impõe uma alta instabilidade no nível de reservas e na taxa de juros e que, adicionalmente, a política antiinflacionária adotada determina, em sua fase final, taxas de juros reais altas e flutuantes. A recessão, a crise financeira e os problemas do balanço de pagamentos sentidos a partir de fins de 1979 são explicados por estes argumentos.

Nota do Editor: Tradução não revista pelo autor.

* Este trabalho é parte do projeto *Relações Financeiras Externas e seu Impacto nas Economias Latino-Americanas*, coordenado por CIEPLAN (Santiago do Chile) com o apoio da Fundação Ford. Carlos Winograd, pesquisador auxiliar do CEDES, participou na elaboração dos dados. Versões preliminares deste trabalho foram apresentadas em reuniões do projeto mencionado acima, nas quais recebemos comentários que agradecemos, particularmente os de Edmar Bacha e Carlos Díaz-Alejandro. Em sua versão final (que corresponde aproximadamente à que agora publicamos), o trabalho foi apresentado no último seminário do projeto realizado em Santiago em março de 1981, ocasião em que recebemos os comentários de José Luiz Machinea e de John Williamson, a quem também agradecemos.

** Do Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES).

I — Introdução

A “abertura financeira” ocupa, sem dúvida, um lugar de destaque na concepção liberal que inspira a política econômica argentina desde 1976. No entanto, o rápido influxo de empréstimos externos verificado a partir de 1977 despertou no início receio nas autoridades econômicas, na medida em que esses fluxos erodiam sua capacidade de controle da oferta monetária. Até fins de 1978, em coincidência com o início da execução do denominado “programa antiinflacionário de 20 de dezembro”, a condução econômica manteve uma atitude ambígua, permeada de diferentes tentativas de controle dos fluxos financeiros. A partir dessa data, a política econômica experimentou uma mudança drástica: o objetivo de controle monetário foi explicitamente abandonado e a nova ortodoxia do “enfoque monetário do balanço de pagamentos” transformou a abertura financeira num dos eixos da política econômica.

Sob este aspecto, o caso argentino afigura-se como um paradigma da implementação e dos efeitos da nova ortodoxia no marco de uma economia periférica. A Reforma Financeira de 1977 deixou sujeita ao mercado a totalidade das operações financeiras, inclusive aquelas realizadas pelo sistema bancário oficial. O acesso ao mercado cambial tornou-se irrestrito, sendo também praticamente inexistentes as barreiras interpostas aos movimentos de capitais. Trata-se de um contexto institucional extremo, se comparado com os regimes prevalecentes em outros países da região, mesmo aqueles orientados para a “liberação” e “abertura” de seus mercados de capitais. Outra peculiaridade do contexto em que se desenvolveu esta experiência é a intensidade do processo inflacionário, que, embora não seja uma característica privativa da Argentina, constitui, sem dúvida, um caso limite. Ao todo, o contorno da experiência argentina sob a nova ortodoxia mostra alguns traços especialmente acentuados, embora isto talvez facilite o reconhecimento dos elementos de um modelo mais geral.

A Reforma Financeira representa a mudança institucional mais significativa do programa econômico executado na Argentina a partir de abril de 1976, bem como um dos objetivos de longo prazo largamente ambicionados pela concepção liberal que o inspira. Em

1.º de junho de 1977, com a entrada em vigor das leis e disposições que determinaram as novas regras do jogo do sistema financeiro, o aspecto central do novo marco jurídico consistiu na “liberação” das taxas de juros bancárias. Esta Reforma, junto com a eliminação progressiva dos controles existentes no mercado cambial, estabelece a linha de demarcação a partir da qual o mercado argentino de capitais adquire as características de um mercado “livre” e “aberto”. Toda periodização requer um certo convencionalismo. A escolha de junho de 1977 como ponto de partida para uma análise do mercado de capitais decorre, contudo, de forma natural. Desde 1975 a parcela livre do mercado financeiro vinha se expandindo rapidamente. A Reforma ratificou e institucionalizou essa tendência, despojando o Estado das faculdades de controle direto do mercado de crédito bancário. Por outro lado, é a partir da Reforma que o movimento de capitais financeiros externos emerge como uma nova e significativa variável econômica.

O objetivo principal do presente artigo é descrever e analisar alguns dos elementos que caracterizam o funcionamento do mercado de capitais no período que se estende entre a Reforma Financeira e fins de 1980. O trabalho está dividido em cinco seções, além desta introdução. Nas duas primeiras, que são essencialmente descritivas, apresentamos uma síntese do marco de política econômica em que operou o mercado de capitais (Seção 2) e uma descrição da sucessão de medidas adotadas em relação ao crédito externo e uma avaliação da abertura financeira desde o ponto de vista das contas externas da economia (Seção 3). Nas seções seguintes analisamos o funcionamento do mercado, apresentando um modelo teórico (Seção 4) e procurando utilizá-lo para explicar a evolução do mercado (Seção 5). Por último, na Seção 6, registramos nossas conclusões.

2 — Inflação e política antiinflacionária: 1976/80

A abertura financeira externa esteve, no caso argentino, muito mais ligada ao problema da inflação e da política antiinflacionária do que às vicissitudes do tradicionalmente denominado setor externo.

A gestão de Martínez de Hoz, que enfrentou, inicialmente, uma situação caracterizada por dificuldades no setor externo associadas a um processo inflacionário agudo, recorreu então à mobilização dos instrumentos usados tradicionalmente nos programas de estabilização do FMI: forte desvalorização da moeda, redução do *deficit* fiscal e controle ferrenho dos salários. No que se refere à crise do setor externo, o programa obteve rapidamente resultados auspiciosos: ¹ a assinatura de um acordo de *stand-by* com o FMI, o apoio de um *pool* de bancos internacionais liderado pelo Chase Manhattan Bank e o significativo *superavit* da balança comercial contribuíram para que em fins de 1976 ela estivesse aparentemente superada.

A inflação, no entanto, mostrou sinais de reaceleração a partir de agosto/setembro de 1976. Alguns membros da condução econômica atribuíam a persistência do ritmo inflacionário à ausência de um controle efetivo da expansão monetária e alegavam que a restrição monetária devia transformar-se no eixo da política antiinflacionária. Esses argumentos foram prevalecendo à medida que a progressiva redução do *deficit* fiscal, verificada em 1976 e 1977, contribuía para o fortalecimento da autoridade monetária e tornava mais viável a implementação de um programa monetarista. A restrição monetária constituiria, assim, um dos fatores determinantes da abertura financeira.

A Reforma Financeira de junho de 1977 forneceu o marco institucional para esse processo. Embora a liberação do mercado financeiro constituísse um objetivo básico da condução econômica, até junho de 1977 os bancos continuaram operando sob o sistema de taxas de redesconto e taxas de juros fixadas pelo Banco Central, que constituía uma herança do governo peronista anterior. Esse sistema outorgava ao Banco Central o controle direto de preços e quantidades no mercado de crédito bancário. Após a Reforma, as taxas de juros bancárias sobre depósitos e as taxas de juros para empréstimos foram determinadas pelo mercado, ficando as atribuições do Banco Central restritas aos instrumentos clássicos de controle indireto do crédito. A execução da Reforma coincidiu com o predomínio das posições monetaristas e com uma conjuntura financeira

¹ Na verdade, a balança comercial já mostrava saldos positivos no primeiro trimestre de 1976.

do setor público que possibilitava a adoção de uma política monetária restritiva.

Em meados de 1975, a economia sofre um choque inflacionário e são liberadas as taxas de juros das companhias financeiras não bancárias. A partir dessa data houve uma intensificação da atividade no mercado financeiro baseada numa intensa especulação com títulos do governo, com títulos denominados em divisas e com moedas de outros países. Tinha-se expandido também o número dos intermediários financeiros que atuavam nesse mercado e que operavam num regime de taxas de juros livres com depósitos e empréstimos de curto prazo.

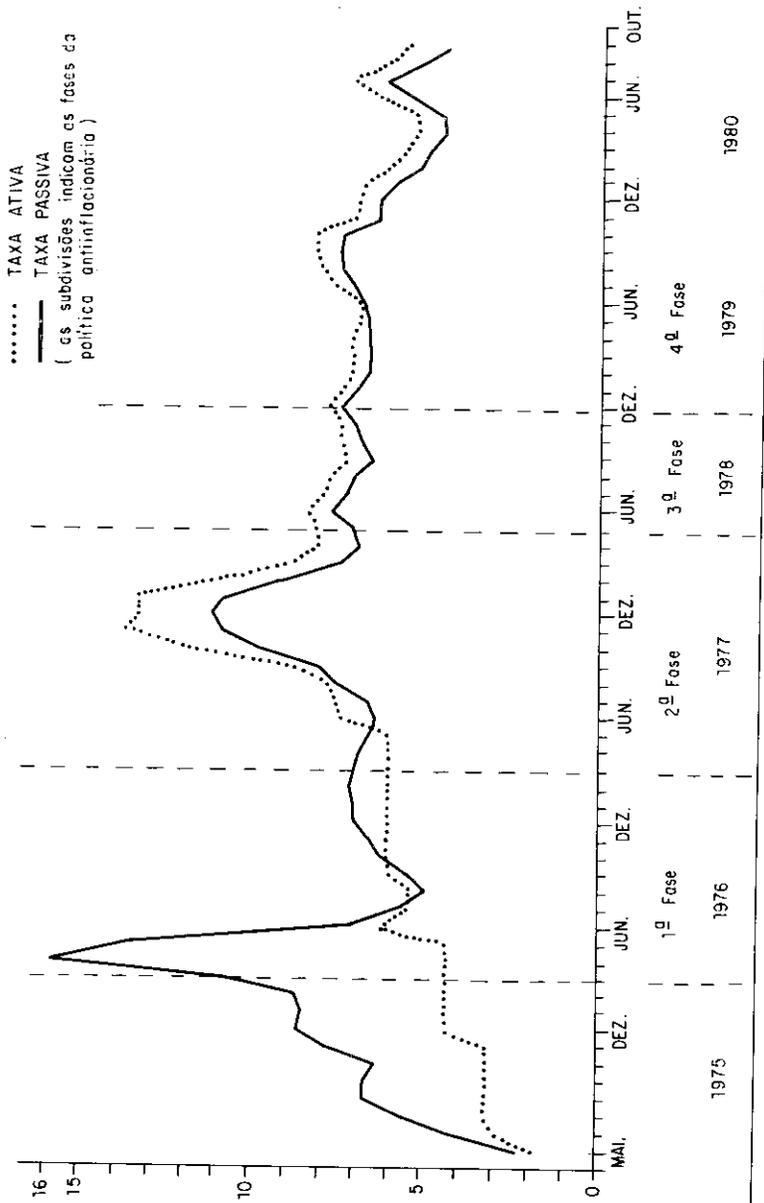
Nos meses seguintes à instalação da junta militar, a febre especulativa estendeu-se também ao mercado de ações, que experimentou um verdadeiro *boom*. Para mencionar apenas um exemplo, basta dizer que a cotação do *portfolio* de um dos maiores fundos de investimento multiplicou em sete vezes seu valor entre os meses de abril e agosto de 1976. Outro fator responsável pela expansão do mercado, que de resto continuou operando a prazos muito curtos, foi o uso mais intensivo do crédito interno ao qual apelou o novo governo para financiar o *deficit* público. No Gráfico 1, a seguir, a linha de traço contínuo retrata a evolução da taxa de juros passiva que vigorou no mercado livre, podendo ser comparada com a taxa de juros ativa bancária que esteve sob controle governamental até fins de maio de 1977.* Conforme pode ser apreciado, no período que precedeu à Reforma Financeira a taxa de juros passiva do mercado livre foi quase sempre superior à taxa ativa bancária.

Até a data da implantação da Reforma Financeira, a política monetária não tinha desempenhado um papel ativo no programa de estabilização. Ao contrário, a partir de abril de 1976, após a abrupta queda no valor real dos recursos monetários provocada pelos choques inflacionários de junho de 1975 e março de 1976, a oferta monetária expandiu-se consideravelmente, acompanhando passivamente o curso inflacionário (a Tabela 2 registra essa evolução). Entre abril de 1976 e maio de 1977, os meios de pagamento e os depósitos a prazo cresceram a taxas médias mensais de 9,8 e 17,4%, respectiva-

* Denomina-se taxa de juros *passiva* a taxa de juros sobre depósitos e taxa de juros *ativa* a taxa de juros por empréstimos. (N. do T.)

Gráfico 1

TAXAS DE JUROS



NOTA : Taxa ativa : bancos comerciais, empréstimos a 29 dias. Taxa passiva : depósitos a prazo fixo (30 dias).
 Amostra de Fiel. Indicadores de Conjuntura, vários números.

mente, enquanto a taxa de crescimento média dos preços atacadistas era de 6,6%. A passividade da oferta monetária neste período foi acompanhada de mudanças significativas na participação dos fatores que determinaram sua expansão durante 1976. Ao longo de 1975 e até março de 1976, o setor público respondia por 2/3 a 3/4 da oferta monetária, enquanto que o setor externo era pouco significativo. A tendência inverte-se a partir de março de 1976, quando os *supervits* do balanço de pagamentos assumem crescente importância na expansão da oferta monetária até representar aproximadamente 30% no segundo semestre desse ano. Simultaneamente, a redução do gasto corrente do setor público e o incremento na utilização do crédito contribuíram para reduzir sua participação a apenas 20% em maio de 1977.² O sucesso obtido no setor externo teve, portanto, um impacto monetário que se contrapôs à drástica redução do *deficit* público financiado com recursos do Banco Central.

A nova política monetária vigorou a partir de junho de 1977. Para avaliar seus efeitos no segundo semestre desse ano é preciso expor brevemente a evolução do processo inflacionário nos meses precedentes. Em resposta à aceleração do processo inflacionário ocorrida em fins de 1976 e começos de 1977, o governo adotou uma política ambígua de controle de preços. Entre março e junho de 1977, 700 grandes empresas foram submetidas a um programa de controle de preços cuja duração foi fixada, de antemão, em 120 dias. A "trégua" teve um efeito moderado e transitório nos incrementos de preços do setor industrial (Tabela I), gerando, porém, fortes expectativas de aceleração inflacionária para o período posterior à sua finalização e a conseguinte acumulação de estoques por parte das

² A partir de junho de 1977 incluímos no setor oficial os saldos da "Cuenta de Regulación Monetária", a qual remunera as entidades financeiras com uma taxa de compensação pelo encaixe compulsório que vigora sobre os depósitos a prazo e em caderneta de poupança do público, cobrando delas uma taxa de encargo pela parcela emprestável dos depósitos à vista. Face à reduzida proporção de depósitos à vista e dado o nível do encaixe compulsório fixado pelo Banco Central, a conta foi deficitária em todo o período considerado. As compensações e os encargos apresentavam-se como necessários em vista da decisão das autoridades de fixar uma taxa única de encaixe compulsório para todo tipo de depósito com a finalidade de garantir maior precisão no controle da oferta monetária. Com a entrada de capitais externos essa possibilidade acabou, no entanto, sendo frustrada.

empresas. À finalização da trégua seguiu-se uma rápida aceleração do processo inflacionário.³ Como mostra a Tabela 1, os índices de agosto, setembro e outubro registraram taxas mensais de aumento dos preços industriais de 14,2, 8,3 e 14,7%, respectivamente.

A partir de 1.º de junho começou a vigorar o novo regime, com um encaixe compulsório de 45%. O primeiro efeito da livre contratação das taxas de juros bancárias foi um aumento sensível das mesmas. Entre janeiro e maio a taxa ativa bancária manteve-se fixa em 6% ao mês e em junho elevou-se para 7,4%. A política monetária seguida no segundo semestre de 1977 levou a uma desaceleração e contração do crédito interno no marco de um processo inflacionário que — como foi indicado — estava em vias de aceleração. O governo contava basicamente com dois instrumentos — a criação de moeda via setor oficial e a taxa de encaixe compulsório das entidades financeiras —, que foram orientados para exercer uma política monetária ativa (as cifras da Tabela 2 permitem acompanhar esse processo). A taxa de encaixe compulsório manteve-se até dezembro em 45%, conforme foi fixada inicialmente, enquanto os fatores de expansão da base monetária eram desacelerados. Entre junho e setembro o total dos meios de pagamento e dos depósitos de pouca mobilidade * cresceu a uma taxa de 10,2% ao mês, equivalente a uma taxa real de 1,9%, e o crédito ao setor privado evoluiu a uma taxa de 14,5% ao mês. Neste período, a taxa de juros elevou-se gradativamente, até atingir, em setembro, 8,8% (a taxa ativa) e 8,0% (a taxa passiva). Em outubro os índices de preços registraram um forte aumento da taxa de inflação: 14,7% para os preços industriais, 12,5% para os preços ao consumidor e 13,5% para os preços atacadistas. Dado que a taxa de expansão da base e o encaixe com-

³ A "trégua" de preços provocou uma contração dos *mark-up* do setor industrial. Em abril, pouco antes de se iniciar o controle, o setor público incrementou seus preços e tarifas em mais de 30%, procurando aproveitar-se do controle para melhorar seus preços relativos. A proporção de *mark-up* recuperou o nível anterior à trégua no terceiro trimestre de 1977. Ver Roberto Frenkel, *Inflación y Política Antiinflacionaria Argentina: 1975/78*, Estudios CEDES (Buenos Aires, no prelo), vol. 2.

* Denomina-se *depósitos de pouca mobilidade* o conjunto dos depósitos a prazo, depósitos em caderneta de poupança e outros depósitos similares. (N. do T.)

TABELA I
Taxas mensais de inflação

	1975		1976		1977		1978		1979		1980	
	IPC	IPANA										
Janeiro	2,5	4,6	8,9	17,9	8,6	14,4	13,4	11,3	12,8	11,3	7,2	4,3
Fevereiro	4,6	15,6	19,0	23,7	8,2	7,6	6,2	6,5	7,4	8,4	5,3	4,5
Março	8,1	7,6	37,6	58,1	7,5	2,7	9,5	8,1	7,7	8,9	5,8	4,8
Abril	9,7	3,5	33,9	27,9	6,0	4,9	11,1	9,2	7,0	6,6	6,2	3,7
Maior	3,9	3,5	12,1	6,5	6,5	5,3	8,7	9,2	6,9	8,8	5,8	4,5
Junho	21,1	49,9	2,7	3,6	7,6	7,0	6,5	5,9	9,7	9,4	5,7	6,6
Julho	37,3	35,1	4,2	3,4	7,3	6,0	6,6	5,5	7,2	7,0	4,6	3,3
Agosto	22,0	14,2	5,5	6,5	11,3	14,2	7,8	6,8	11,5	12,6	3,4	3,2
Setembro	10,8	8,8	10,6	7,8	8,3	8,3	6,4	5,9	6,8	5,7	4,5	3,0
Outubro	13,8	6,5	8,5	5,0	12,5	14,7	9,8	9,0	4,3	3,8		
Novembro	9,0	9,8	8,0	7,3	9,0	8,9	8,8	8,5	5,1	3,3		
Dezembro	19,4	10,5	14,3	5,6	7,3	4,9	9,1	8,6	4,5	3,5		

FONTE: INDEC.

IPC: Índice de preços ao consumidor.

IPANA: Índice de preços atacadistas não-agropecuários.

pulsório foram mantidos constantes, houve, neste mês, uma forte contração real das variáveis monetárias. O total dos depósitos e dos meios de pagamento caiu 7,1% em termos reais e o crédito em moeda nacional ao setor privado reduziu-se em 6,0%. A taxa de juros aumentou em outubro para 11,6% (a taxa ativa) e 9,6% (a taxa passiva).

O mês de outubro destaca-se por ser o momento em que a contração monetária tem um impacto brusco sobre a taxa de juros e também porque inaugura um período de contração real do crédito interno ao setor privado. Efetivamente, entre outubro de 1977 e fevereiro de 1978 o total dos depósitos e dos meios de pagamento se expande, em termos reais, a uma taxa de 1,4% ao mês, enquanto o valor real do saldo de crédito em moeda nacional ao setor privado se contrai a uma taxa média mensal de 1,6%. Neste período

TABELA 2

Evolução das principais variáveis monetárias (taxas médias mensais nos períodos indicados)

	Maio de 1976/ Maio de 1977	Junho de 1977/ Setembro de 1977	Outubro de 1977	Outubro de 1977/ Fevereiro de 1978	Março de 1978/ Dezembro de 1978	Janeiro de 1979/ Dezembro de 1979
Meios de Pagamento	9,8	4,2	1,1	7,4	9,7	7,8
Depósitos a Prazo	17,4	15,5	8,5	11,3	9,3	10,3
Total	12,6	10,2	5,5	9,8	9,4	9,5
Saldo de Empréstimos em Moeda Nacional de Bancos e Companhias Financeiras ao Setor Não-Oficial	15,7	14,5	6,7	6,4	10,5	10,1

FONTE: Elaboração com base em dados do BCRA, *Boletín Estadístico*, vários números.

os valores médios da taxa de juros foram 12,5% para a taxa ativa e 10,2% para a taxa passiva.⁴

A restrição creditícia, num período em que a aceleração inflacionária e a acumulação de estoques impulsionaram o aumento da demanda de crédito, constituiu o principal fator determinante do *boom* da taxa de juros. Contribuíram também para a ocorrência desse fenômeno alguns elementos provenientes do contexto no qual foi realizado o ensaio monetarista. A Reforma Financeira levou a uma reestruturação do mercado de capitais, integrando os bancos às operações de curto prazo e transferindo a demanda de fundos das empresas públicas e dos organismos descentralizados para o novo mercado livre de crédito. O acesso das empresas públicas a esse mercado não foi programado, de maneira que em determinados momentos foi a sua demanda que liderou os aumentos da taxa de juros.

O ensaio monetarista não teve, sobre o processo inflacionário, os efeitos previstos por seus executores. A reaceleração inflacionária verificada nos índices de agosto foi uma consequência dos reajustes de preços do setor industrial efetivados no final da trégua. Concretizaram-se, assim, as expectativas inflacionárias. Contribuiu ainda para esta reaceleração o contínuo incremento verificado nas taxas de juros a partir do mês de junho, afetando os custos financeiros e também as expectativas empresariais.⁵ Embora seja difícil discriminar o efeito independente da restrição monetária, parece claro que este

⁴ A taxa ativa aumentou mais do que a passiva, elevando-se o *spread* médio do período para 2,3%, mais do dobro do *spread* correspondente aos meses que precederam o *boom* da taxa de juros. Este aumento desproporcional da taxa ativa parece decorrer de um erro de implementação do Banco Central. No processo de aumento da taxa de juros, a autoridade monetária pretendeu desalentar essa tendência, utilizando a taxa de compensação da "Cuenta de Regulación Monetária". Enquanto a taxa passiva atingia, em outubro, 9,6%, a taxa de compensação foi fixada em apenas 7,7%. Em novembro e dezembro as taxas passivas foram de 10,7 e 11%, respectivamente, e as taxas de compensação 8,8 e 9,1%. As entidades financeiras compensaram essa diferença com o aumento do *spread*.

⁵ O efeito da taxa de juros sobre as decisões de preço é ambíguo. Altas taxas de juros implicam, de um lado, altos custos por perdas eventuais de vendas, contribuindo em consequência para um aumento mais moderado dos preços, e, de outro, elevados custos financeiros, pressionando as expectativas inflacionárias. Ver Roberto Frenkel, *Decisiones de Precio en Alta Inflación*, Estudios CEDES

não foi estabilizador, pois no segundo semestre de 1977 a taxa de aumento dos preços industriais oscilou em torno de uma média de 9,4% mensal.

Mais significativo ainda foi o impacto recessivo decorrente do aumento da taxa de juros. No segundo e terceiro trimestres de 1977, experimentou-se uma tendência expansionista e as empresas atingiram o *boom* da taxa de juros com um alto nível de estoques. A elevação da taxa de juros foi o detonante de uma brusca recessão, simultaneamente à reaceleração do processo inflacionário. O investimento em máquinas e equipamentos caiu 20% no quarto trimestre, o que implicou uma queda de 11,7% no investimento bruto. A produção industrial diminuiu no último trimestre do ano e continuou reduzindo-se no primeiro trimestre de 1978, influenciada também por elementos sazonais que dizem respeito ao ciclo de produção anual. Contudo, mesmo descontando esses elementos sazonais, a produção do primeiro trimestre de 1978 foi 11,5% mais baixa que a do primeiro trimestre do ano precedente.

Temos examinado minuciosamente os acontecimentos do segundo semestre de 1977 porque eles influenciaram o processo de abertura financeira, inaugurando uma nova etapa no estilo de funcionamento da economia. Como consequência da liberação do mercado de capitais e da adoção de uma política monetária restritiva, verificou-se, a partir desse momento, um rápido influxo de capitais de curto prazo, que detalharemos mais adiante.

A entrada de capitais despertou no início o receio das autoridades econômicas, já que esses fluxos minavam sua capacidade de controle da oferta monetária. A política monetária perdia, de fato, autonomia à medida que o movimento de capitais tornava-se mais ágil. Os meses seguintes à Reforma Financeira constituíram, então, o único período de política monetária ativa. O estridente fracasso da ortodoxia monetarista, no que a política de estabilização diz respeito, nunca foi oficialmente admitido. Durante um certo período, o dis-

(Buenos Aires, 1979). vol. 2, n.º 3. Adotando um enfoque diferente, Domingo F. Cavallo, "Los Efectos Recesivos e Inflacionarios Iniciales de las Políticas Monetarias de Estabilización", in *Ensayos Económicos*, n.º 4, parte 2 (Buenos Aires, dezembro de 1977). analisou o impacto inflacionário da restrição monetária via taxa de juros.

curso oficial atribuía à oferta monetária a principal causa inflacionária e elevava à categoria de sucessos os esforços realizados pelo governo para contê-la. A visão monetarista interpretou como sendo de caráter apenas transitório os efeitos inflacionários e recessivos iniciais da política de controle monetário e, até fins de 1978, colocou obstáculos ao movimento de capitais externos. Contudo, a impossibilidade de controlar efetivamente a entrada de capitais e a necessidade – mais pragmática e intuitiva – de moderar a taxa de juros, dados os seus efeitos recessivos e inflacionários, forçaram o abandono da velha ortodoxia. Nos círculos governamentais mais sofisticados, a “nova” escola de Chicago foi substituindo a velha escola. Enquanto se concretizava esta mudança de perspectiva, a política antiinflacionária experimentava uma nova modificação. A partir de maio de 1978 deixou-se de lado o simples e otimista diagnóstico de excesso de demanda, que tinha orientado a política antiinflacionária desde 1976, e focalizou-se nas expectativas prevalecentes no mercado doméstico, apelando-se à instrumentação da taxa de câmbio e dos preços públicos. O elemento essencial da política de maio de 1978 foi o anúncio de que os ajustes tarifários e cambiais “não irão ratificar integralmente o índice de crescimento dos preços”.

Quanto aos ajustes da taxa de câmbio, a “desindexação” foi fundamentada em termos da situação “excepcionalmente favorável” do setor externo. No entanto, acrescentava-se, “o setor externo é o principal fator de expansão da base monetária e ele contribui para contrabalançar a redução do *deficit* fiscal”. Neste ponto, a nova orientação da política econômica encontrava-se, portanto, num sério dilema. A influência da “desindexação” sobre as expectativas seria tanto mais efetiva quanto maior fosse a credibilidade em relação ao curso futuro da taxa de câmbio. Contudo, isto tornaria o crédito externo ainda mais atrativo, estimulando por esta via a expansão da oferta monetária.

A “desindexação” foi acompanhada então de duas medidas compensatórias. De um lado, estabeleceram-se, a partir de maio, depósitos obrigatórios em moeda nacional para as operações de empréstimos externos e para o financiamento do comércio exterior, com o propósito de encarecer o crédito externo e “equilibrar a relação entre o custo interno e externo do dinheiro”. De outro, o governo anunciou que a taxa de câmbio seria determinada pela “oferta e

procura" e que o Banco Central "só intervirá para evitar as flutuações bruscas, sem afetar, contudo, as tendências de médio e de longo prazo que existem no mercado". Pretendia-se, assim, incrementar a incerteza em relação à taxa de câmbio, contrariando, de alguma maneira, o objetivo básico da "desindexação". A primeira medida vigorou até dezembro de 1978, quando se eliminaram novamente quase todas as restrições que pesavam sobre o movimento de capitais. A segunda teve, na prática, escassa significação, já que as autoridades monetárias nunca renunciaram de fato ao controle da taxa de câmbio.

A "desindexação" teve um impacto pouco expressivo sobre o processo inflacionário, que, de resto, sofreu uma nova aceleração no último trimestre de 1978, levando a mais uma redefinição da política econômica em dezembro desse ano. O objetivo de influenciar as expectativas do setor privado foi enfatizado com a adoção das denominadas "pautas cambiais e tarifárias" constantes do anúncio antecipado das taxas de câmbio e dos preços públicos que iriam vigorar nos oito meses seguintes. Por outro lado, foram eliminadas a partir de dezembro quase todas as restrições que afetavam o movimento de capitais.

As "pautas" anteciparam uma tendência decrescente no ritmo da desvalorização cambial. O ponto de partida era o mês de janeiro de 1979, e a taxa de desvalorização cambial prevista para esse mês equivalia a pouco mais da metade da taxa de inflação experimentada em fins de 1978. No último trimestre de 1978 a média da taxa de inflação foi de 9% ao mês, enquanto a taxa de desvalorização cambial fixada para janeiro de 1979 era de apenas 5,2%. De janeiro em diante, as "pautas" determinaram uma redução progressiva do ritmo de desvalorização cambial — em torno de 0,2% ao mês —, até atingir 3,8% em agosto. Em abril, a regra de desvalorização cambial foi estendida até dezembro, fixando-se para esse mês uma taxa de desvalorização de 3%. Em fins de 1979, a regra de diminuição progressiva de 0,2% ao mês foi prorrogada para 1980, não se fixando nenhuma data para a finalização do programa.

Como estratégia antiinflacionária, a orientação inicial das "pautas" parecia destinada a influenciar as expectativas do setor privado, dando continuidade e enfatizando a política de "desindexação" ini-

ciada em maio de 1978. No entanto, face à escassa sensibilidade evidenciada pelo processo inflacionário durante os primeiros três trimestres de 1979 — que apresentaram inclusive taxas de inflação semelhantes às do ano precedente —, a condução econômica começou a ressaltar os efeitos do programa pelo lado da abertura comercial da economia. Neste sentido, a política cambial foi reforçada com a adoção, em fins de 1978, de um programa de redução progressiva das tarifas. Pouco depois, o programa foi acelerado, pelo menos no que se refere a algumas faixas de mercadorias.

O novo programa antiinflacionário representou uma reviravolta em relação à velha ortodoxia. Junto com a adoção das “pautas cambiais e tarifárias” foram anunciadas “metas monetárias” fixando taxas de crescimento do crédito doméstico manifestamente inferiores ao crescimento esperado da demanda de crédito — ainda sob o pressuposto de uma rápida diminuição do ritmo inflacionário —, com a explícita intenção de “equilibrar” o mercado de crédito mediante a entrada de capitais. Além do mais, adotando o enfoque monetário do balanço de pagamentos, menosprezavam-se os efeitos que a política cambial poderia ter — e efetivamente teve — sobre a conta corrente, acreditando-se que o ajuste das contas externas seria produzido automaticamente através do influxo de capitais autônomos.

Durante 1979, a taxa de câmbio nominal aumentou 63%, enquanto os preços industriais e os preços ao consumidor cresceram, no mesmo período, 136 e 140%, respectivamente. O “atraso cambiário” prosseguiu durante 1980, ainda que em ritmo mais lento. Entre janeiro e setembro, a taxa de câmbio nominal cresceu 21%, os preços industriais 45% e os preços ao consumidor 60% (a Tabela 3 mostra a evolução da taxa de câmbio real, considerando a inflação internacional). O “atraso cambiário” tem sido objeto de intenso debate na Argentina. As estimativas da taxa de câmbio real diferem logicamente conforme o índice de preços internacionais que se adote. Porém, não é competência deste trabalho estender-se sobre esse ponto.

No entanto, é preciso destacar que, independentemente do índice de preços internacionais adotado, a revalorização real do peso verificada nesse período é um fato inegável. Esta afirmação foi indi-

TABELA 3

Taxa de câmbio real — 1970/80
(médias nos períodos indicados)
1970/72 = 100

Anos	(1)	(2)
1970	101,8	95,1
1971	94,2	91,3
1972	104,1	113,5
1973	90,1	92,7
1974	94,8	93,2
1975	115,3	117,7
1976	133,0	149,4
1977	129,6	131,5
1978	119,2	107,8
1979	90,3	78,5
1980	83,5	63,4
Dezembro de 1980	81,5	57,4

Taxa real = taxa nominal x preço internacional/preço nacional.

Preço internacional: índice de preços das exportações de manufaturados dos países desenvolvidos para os países em desenvolvimento. Ver IBRD, "Commodity Trade and Price Trends", Report n.º EC-166 (1979). 1980: estimativa sobre dados de preços industriais dos Estados Unidos. IFS, IMF, vários números.

Preço nacional (1): índice de preços por atacado, nível geral, INDEC.

Preço nacional (2): índice de preços ao consumidor, INDEC.

retamente confirmada pelos previsíveis *deficits* em conta corrente verificados a partir de fins de 1979, cuja causa imediata foi o significativo aumento das importações.

Desde setembro de 1979 o processo inflacionário sofreu uma desaceleração. No entanto, esta não foi uniforme. Como mostra a Tabela 1, a redução mais significativa ocorreu na taxa de crescimento daqueles índices com maior participação de bens comerciáveis. No caso do índice de preços ao consumidor, cuja composição inclui uma proporção maior de serviços não comerciáveis, a redução da taxa de crescimento foi bem menos expressiva.

No último trimestre de 1979 teve início uma recessão das atividades industriais que foi acentuando-se durante 1980. O produto industrial caiu 3,4% nos primeiros nove meses de 1980, em relação a idêntico período do ano precedente. Parece óbvio que a desvalorização real ocorrida com a adoção de "pautas cambiais", e a conseqüente concorrência exercida pelos bens importados substitutos da produção doméstica, é um dos fatores determinantes da recessão. No entanto, como veremos adiante, as altas taxas de juros reais geradas pela aplicação desse mesmo programa conjugam seus efeitos àqueles decorrentes da mudança dos preços relativos, tornando difícil a separação de ambos os fatores.

Apesar da magnitude do *deficit* em conta corrente — estimado em US\$ 4.500 milhões para 1980 —, bem como da recessão e de uma crise financeira sem precedentes na história do país, a condução econômica mostrou-se insensível às queixas praticamente unânimes da sociedade civil, anunciando reiteradamente sua decisão de prosseguir à *outrance* com a aplicação do programa de dezembro de 1978. A sua viabilidade depende, porém, de uma entrada permanente de capitais externos. É precisamente neste aspecto-chave do programa que as autoridades econômicas enfrentaram as maiores dificuldades.

As evidências do "atraso cambiário", a emergência do *deficit* nas contas externas e a recessão foram abalando durante 1979 a credibilidade no programa cambial. Em março, a falência do maior banco comercial do país deflagrou uma crise financeira que se prolongou durante 1980. A partir de então inverteu-se o sinal dos fluxos de capitais, tendo início um processo de perda de reservas, que contribuiu, por sua vez, para deteriorar a credibilidade nas "pautas cambiais". O aumento da taxa de juros foi insuficiente para deter a saída de capitais. Em julho, o governo apelou para a eliminação do prazo mínimo de um ano que afetava as amortizações dos créditos externos, objetivando incentivar os empréstimos externos de curtíssimo prazo, sem dúvida os de menor risco. A medida teve um efeito apenas temporário, e após algumas semanas reiniciou-se a saída de capitais, apesar da existência de diferenciais no custo do crédito da ordem de 30% ao ano.

A orientação liberal à *outrance* da política econômica argentina sofre, nesta ocasião, sua crise mais profunda. O programa cambial

enfrenta um dilema perverso. A queda no nível das reservas torna insustentável a continuidade do referido programa, cuja credibilidade experimenta crescentes abalos. A correção do *deficit* em conta corrente exige, contudo, uma significativa desvalorização real, que, além de seu impacto inflacionário, imporá uma carga financeira adicional para as empresas endividadas no exterior, piorando de maneira imprevisível a difícil situação financeira.

3 — A abertura financeira, o setor externo e o setor público

O objectivo principal desta seção é avaliar o significado da abertura financeira para a evolução das contas externas e definir o papel desempenhado pelo setor público neste processo. Antes disso, apresentamos uma breve descrição da sucessão de medidas adotadas em relação ao crédito externo.

3.1 — A política em relação ao crédito externo

A partir de julho de 1976, o Banco Central determinou que os créditos externos, cujo prazo não deveria ser inferior a 180 dias, fossem negociados no mercado livre de divisas, de acordo com as cotações vigentes no momento da efetivação das operações. O Banco Central devia ser consultado a respeito destas operações, cujo registro tornou-se obrigatório. Em janeiro de 1977, é eliminado o requisito da conformidade prévia do Banco, reafirmando-se, porém, o prazo mínimo de 180 dias. Paralelamente, o mercado cambial ia sendo progressivamente liberalizado. Em novembro de 1976, ocorre a unificação do mercado cambial, extinguindo-se, assim, o sistema de taxas de câmbio múltiplas que tinha vigorado até então. A partir de janeiro de 1977, ampliou-se o número das operações que podiam ser realizadas diretamente através das entidades autorizadas.

Em fins de agosto de 1977 e face ao influxo de capital de curto prazo que se seguiu à implantação da Reforma Financeira, adotou-se

a primeira medida restritiva. Por meio dela, elevava-se o prazo limite para a contratação de créditos externos, fixando-se em um ano o prazo mínimo para efetuar amortizações. Em fins de novembro, uma nova resolução prorrogou esse prazo para dois anos. O objetivo destas resoluções, de acordo com a justificativa governamental, era restringir a mobilidade para a saída de capitais, a fim de evitar a ocorrência de flutuações bruscas e estender os prazos de vencimento da dívida externa. A efetividade da medida depende, em parte, das possibilidades de acesso do devedor ao mercado cambial. Existindo total liberdade para a aquisição de divisas, um devedor em moeda estrangeira que percebe um incremento do risco de desvalorização pode, independentemente do prazo de vencimento de seu crédito, proteger-se mediante a compra de ativos externos. No momento da imposição dos prazos mínimos para o crédito financeiro externo, o mercado cambial encontrava-se restringido de maneira peculiar. Só poderiam ser adquiridas livremente divisas no montante máximo de US\$ 1.000 por operação, embora nada limitasse o número de aquisições. Essa modalidade de venda de divisas foi mantida nos anos seguintes, aumentando-se progressivamente o montante máximo por operação até atingir os US\$ 20.000.

Dado que a restrição pesava somente sobre os créditos não comerciais, um procedimento para iludi-la — utilizado pelas empresas que realizavam operações comerciais com o exterior — foi a extensão dos prazos habituais para o financiamento do comércio exterior. Em relação a estes créditos, adotaram-se também medidas restritivas. No início de março de 1978, estabeleceu-se que os créditos para financiamento de exportações não poderiam exceder o prazo de 180 dias, devendo ser amortizados no momento da entrada e negociação das divisas. Em princípio de abril, esta medida foi complementada por outra dirigida ao financiamento de importações. Não foram fixados prazos para o crédito de fornecedores, mas ficou estabelecido que o mesmo não poderia ser renovado. No caso de financiamento bancário, foi fixado um prazo máximo de 180 dias.

Em maio de 1978, simultaneamente ao anúncio da “desindexação”, ficou estabelecida de maneira obrigatória a constituição de um depósito em moeda nacional equivalente a uma determinada proporção do contravalor em pesos do crédito externo. Dado que não

pagava juros, este depósito incrementou o custo do capital externo numa magnitude igual ao custo de oportunidade do dinheiro imobilizado. O depósito foi fixado em 20% para os empréstimos financeiros, em 10% para os novos créditos comerciais e em 14% para a renovação destes últimos. No início de julho, o depósito que afetava os créditos comerciais foi elevado para 20%. A vigência destas medidas prolongou-se até dezembro de 1978.

Com o anúncio das “pautas cambiais” eliminaram-se todas as restrições impostas, reduzindo-se de dois para um ano o prazo mínimo para efetuar amortizações, restrição que, em julho de 1980, foi também extinta.

3.2 — A abertura financeira e o setor externo

Do ponto de vista das contas externas, a avaliação da abertura financeira aponta, no caso argentino, para algumas conclusões paradoxais. O influxo de capitais se deu precisamente no momento em que o balanço em conta corrente apresentava importantes *superavits*; ao contrário, quando o saldo em conta corrente foi deficitário, o movimento de capitais privados operou de forma não compensatória.

A Tabela 4 mostra a evolução recente das principais contas do balanço de pagamentos e apresenta dados trimestrais desde 1976 até o segundo trimestre de 1980, em dólares correntes. Conforme pode ser observado, o *deficit* da balança comercial tinha sido superado já no primeiro trimestre de 1976. A alta taxa de câmbio para importações, que caracterizou o início da gestão do novo governo, e o significativo aumento da produção agropecuária exportável contribuíram para que os anos de 1976 e 1977 registrassem importantes saldos *superavitários* na balança comercial. Em 1978, apesar da progressiva redução da taxa de câmbio real, a recessão induziu uma queda das importações, elevando ainda mais o *superavit* comercial. Esta tendência inverteu-se rapidamente durante o ano de 1979. As importações de bens incrementaram-se nesse ano em torno de 50% em termos reais e o *deficit* da conta de serviços duplicou-se.

TABELA 4

Balanco de pagamentos trimestral
(em milhões de dólares correntes)

	Mercadorias			Serviços			Balanco em Conta Corrente	Conta Capital Autônomo	Conta Capital Compensatório	Variação de Reservas Internacionais
	Expor- tações	Impor- tações	Líquido	Reais (Líquido)	Finan- ceiros (Líquido)	Líquido				
1975										
I	853,4	1.043,3	-409,9	-10,8	-86,5	-97,3	-608,4	112,8	13,2	-379,5
II	807,1	1.060,3	-253,2	5,8	-118,6	-112,8	-366,5	71,5	-6,2	-315,2
III	759,1	942,7	-183,6	80,6	-98,7	-18,1	-198,7	38,7	52,7	-216,4
IV	761,7	906,2	-138,5	50,0	-125,8	-75,8	211,0	-31,9	342,6	120,1
1976										
I	721,6	646,6	75,0	67,8	-104,2	-36,4	38,6	-120,2	139,3	64,3
II	1.006,0	660,5	345,5	60,2	-151,0	-90,8	261,3	4,6	227,4	473,5
III	1.076,2	883,1	193,1	56,4	-97,7	-41,3	154,5	-141,3	131,9	130,7
IV	1.120,2	843,9	276,3	57,5	-139,1	-81,6	201,4	-265,2	585,5	517,9
1977										
I	1.260,0	875,1	384,9	96,5	-134,5	-38,0	354,2	19,0	-88,6	291,3
II	1.695,0	1.018,4	676,7	53,8	-198,9	-145,1	538,5	-62,9	-94,7	440,4
III	1.464,4	1.140,9	323,5	89,9	-76,5	13,4	346,7	429,5	-8,3	692,8
IV	1.232,3	1.127,1	105,2	106,6	3,6	-62,0	50,5	938,9	-180,2	802,0
1978										
I	1.330,4	857,9	472,5	29,4	-125,1	-154,5	327,8	1.027,9	-206,8	1.184,7
II	1.808,4	871,3	937,1	83,4	-241,7	-158,3	789,9	439,2	-712,8	546,0
III	1.966,4	1.045,7	920,7	20,7	-114,3	-93,6	841,6	-29,4	-416,5	480,6
IV	1.294,3	1.058,8	235,5	11,4	-198,0	-186,6	61,9	-264,7	-31,3	-212,9
1979										
I	1.540,3	1.198,5	350,8	-293,8	-131,9	-425,7	71,3	1.060,2	-50,3	996,6
II	2.383,0	1.378,9	1.004,1	170,7	-378,6	543,5	463,0	969,3	25,7	1.478,7
III	2.160,7	1.913,0	247,7	158,8	-168,2	325,0	68,4	1.281,8	44,6	1.181,1
IV	1.718,0	2.209,6	-491,6	-113,2	221,9	-335,1	-814,4	1.358,2	-20,0	786,0
1980										
I	2.057,0	2.800,0	-743,0	-505,8	94,4	600,2	842,6	1.236,9	43,8	187,3
II	2.000,0	2.200,0	200,0	-230,9	-480,4	-720,3	902,6	994,1	-23,3	-1.477,0

FONTE: Banco Central de la República Argentina, *Estimaciones Trimestrales del Balance de Pagos*.

A balança comercial registrou um *deficit* a partir do quarto trimestre do ano e o balanço em conta corrente apresentou saldos negativos já no terceiro trimestre. As importações de mercadorias na primeira metade de 1980 quase duplicaram em relação ao mesmo período do ano precedente. O *deficit* em conta corrente do primeiro semestre desse ano, medido em dólares constantes, foi apenas 14% inferior ao *deficit* total do ano de 1975. A conta de capitais autônomos apresentou saldos negativos durante 1976 e no primeiro semestre de 1977, ocorrendo a entrada maciça de crédito externo a partir do segundo semestre de 1977.

3.3 — O setor público

A Tabela 5 apresenta a evolução dos movimentos de capitais não compensatórios, discriminando segundo a natureza do tomador. Torna-se evidente, pela simples observação das cifras, que desde 1977 a utilização do crédito externo tem sido uma política permanente das autoridades monetárias, a qual intensificou-se, particularmente, durante o ano de 1980. A captação do crédito externo para o setor público foi coordenada de forma centralizada pelo Banco Central como parte integrante de sua política monetária. O fluxo de novos créditos financeiros para empresas públicas oscila, durante todo o período, em torno de uma média um pouco superior a US\$ 200 milhões por trimestre, cifra essa que é triplicada no primeiro semestre de 1980. A evolução desse fluxo não esteve sujeita às vicissitudes experimentadas pela política de captação de empréstimos externos do setor privado. No segundo semestre de 1978, enquanto o setor privado reduzia seus passivos com o exterior em US\$ 1.339 milhões, as empresas públicas e o governo incrementavam seus saldos de créditos externos em US\$ 1.019 milhões. O governo apelou ao crédito externo para financiar parte do *deficit* das empresas públicas, mesmo no período em que eram realizados esforços para preservar o controle da oferta monetária. O efeito monetário desta modalidade de financiamento do *deficit* público é equivalente ao financiamento

TABELA 5

*Movimentos de capitais não compensatórios privados e públicos
(em milhões de US\$ correntes)*

	Movimento de Capitais Privados Não Compensatórios				Movimento de Capitais Públicos				Saldo Total
	Entrada		Saída		Entrada		Saída		
	Entrada	Saída	Entrada	Saída	Entrada	Saída	Entrada	Saída	
1977									
III Trimestre									429,5
IV Trimestre									938,9
									754,0 ^a
1978									
I Trimestre	1.545,2	774,2	771,6	827,7	589,9	237,8			1.008,8
II Trimestre	1.129,8	809,4	320,4	690,1	558,9	131,2			451,6
III Trimestre	882,8	1.323,3	-440,5	536,2	107,6	428,6			-11,9
IV Trimestre	1.355,7	2.190,8	-855,1	1.076,7	486,0	590,7			-264,4
Total Anual (1978)	4.893,5	5.097,7	204,2	3.130,7	1.742,4	1.388,3			1.184,1
1979									
I Trimestre	2.062,1	1.166,1	806,0	805,4	641,1	164,3			1.060,3
II Trimestre	2.254,3	1.539,8	714,5	427,5	182,6	244,9			959,4
III Trimestre	2.715,7	1.736,7	979,0	469,8	118,7	342,1			1.321,1
IV Trimestre	3.538,6	2.608,8	929,8	721,7	251,4	470,3			1.400,1
Total Anual (1979)	10.570,7	7.051,4	3.519,3	2.415,4	1.193,8	1.221,6			4.740,9
1980									
I Trimestre	3.613,8	3.070,5	543,3	1.081,3	373,8	707,5			1.250,8
II Trimestre	2.943,9	4.500,1	-1.556,2	602,2	90,4	511,8			-1.044,4

FOONTE: Elaboração própria baseada em dados do BCRA, *Estimativas Trimestrais do Balanço de Pagos*. Existem algumas discrepâncias de magnitude pouco importante com as cifras da tabela.

^a Não está disponível a informação desagregada por trimestre.

vía crédito do Banco Central. Contudo, o uso desse expediente permitia incrementar os recursos e preservar uma forma de apresentação contábil “sã” da situação do setor público.

Até meados de 1979, o balanço em conta corrente apresentou importantes saldos superavitários, e as divisas obtidas pelos créditos destinados ao setor público acumularam-se sob a forma de reservas. O crédito externo constituiu, portanto, uma modalidade particularmente cara de expansão do crédito público.

3.4 — A dívida externa

A Tabela 6 retrata a evolução da dívida externa e das reservas internacionais.⁶ Observando a evolução do balanço de pagamentos, torna-se evidente que até fins de 1979 a entrada de capitais resul-

TABELA 6
Dívida externa e reservas internacionais
(em milhões de US\$ em fim de período)

Anos	Dívida Pública (1)	Dívida Privada (2)	Dívida Externa Total (3)	Reservas Internacionais (4)	Dívida Líquida (3) — (4)
1973	3.316	2.094	5.490	1.462	4.028
1974	4.300	2.470	6.770	1.411	5.359
1975	4.021	3.854	7.875	619	7.256
1976	5.189	3.090	8.279	1.812	6.467
1977	6.043	3.634	9.678	4.039	5.639
1978	8.357	4.139	12.496	6.036	6.460
1979	9.960	9.074	19.034	10.480	8.554
1980 ^a	11.983	10.332	22.315	9.189	13.126

FONTE: Elaboração própria com base em dados do BCRA.
^a 30 de junho.

⁶ Existem diferenças bastante significativas entre as cifras da dívida externa e os saldos da conta de capital do balanço de pagamentos, apesar de ambos serem

tante da abertura financeira e da política monetária implicou um forte aumento das reservas internacionais. Entre fins de 1976 e fins de 1979 as reservas, de fato, quadruplicaram. No início desse período elas representavam aproximadamente a metade do fluxo exportador anual, enquanto que no fim do período elas superavam em mais de 1,5 vez o valor das respectivas exportações anuais. Por conseguinte, enquanto a dívida externa bruta incrementou-se, nesse período, em 60% em termos reais, a dívida líquida reduziu-se em 10%.

O aparecimento, durante 1980, do *deficit* em conta corrente introduz importantes mudanças nessa situação. As reservas reduzem-se e, conseqüentemente, aumenta a dívida líquida. A inexistência até então de um endividamento líquido — conforme surge da análise agregada das cifras — encobre uma importante conseqüência do processo. Entre 1976 e 1979 a dívida externa do setor privado triplicou em termos nominais. Os US\$ 10.000 milhões da dívida externa privada constituem uma séria restrição para a política cambial.

4 — Um modelo do mercado financeiro

Com a gradativa eliminação dos controles sobre o mercado cambial e com a Reforma Financeira, a Argentina adquire os traços de uma economia aberta aos fluxos de capitais. Uma das principais conseqüências dessa abertura diz respeito ao papel desempenhado pelo crédito externo no mercado financeiro doméstico. O objetivo desta seção é esboçar um modelo de determinação da taxa de juros válido para esse contexto. São feitos a seguir alguns pressupostos simplificadores com o propósito de restringir nossa argumentação aos pontos essenciais.

calculados pelo Banco Central. Essas divergências originam-se em diferenças temporais de registro, em mudanças na paridade cambial e, provavelmente, na existência de importações de bens que não aparecem registradas no balanço de pagamentos, mas cujo compromisso de pagamento é incluído no registro da dívida. Cf. BCRA, *Boletín Estadístico*, ano XXIII, n.º 7 (julho de 1980).

O primeiro deles é considerar o mercado financeiro como um mercado competitivo de bônus de curto prazo: a demanda de crédito é igual à oferta de bônus, e vice-versa. O pressuposto de competitividade parece ajustar-se razoavelmente às características do mercado argentino. De outro lado, ao reduzir o espectro de ativos financeiros a um único bônus de curto prazo, destacamos o fato de que o mercado financeiro argentino opera, quase que exclusivamente, neste horizonte temporal, de maneira que a taxa de juros de curto prazo é a única relevante.

A oferta de crédito apresenta dois componentes: o crédito interno, contratado em moeda nacional, e o crédito externo, contratado em moeda internacional. Vamos supor que a oferta de crédito externo seja perfeitamente elástica à taxa de juros internacional vigente. Esta suposição incorpora duas hipóteses: a primeira é que a economia argentina é pequena em relação ao mercado internacional de capitais; a segunda é que o prêmio de risco dos fornecedores de crédito internacional independe do volume de crédito demandado pelo país. Trata-se de uma hipótese crucial, cuja condicionalidade histórica deve ser salientada, embora reflita as recentes circunstâncias da economia argentina e do contexto internacional. As conclusões do modelo ficam então restritas ao nível de endividamento externo para o qual esse pressuposto é válido. No entanto, conforme será mostrado, o abandono desse suposto não contradiz as conclusões mas, ao contrário, as enfatiza.

O custo do crédito externo em moeda nacional é:

$$c = r + t + q \quad (1)$$

onde c é o custo do crédito externo, r a taxa de juros internacional, t a taxa de variação da taxa de câmbio e q os outros custos (de transação, impostos, etc.).

O custo do crédito externo depende do ritmo de variação da taxa de câmbio, que, embora sujeito a regras diferentes, esteve sempre sob controle da autoridade monetária. Consideremos, por enquanto, a taxa de variação da taxa de câmbio como um parâmetro e examinemos a forma como é determinado o preço no mercado de crédito.

Em condições de equilíbrio no mercado de crédito, a taxa de juros deve ser igual ao custo do crédito externo. Dado que este último independe do volume de crédito demandado pela economia, o mesmo ocorre com o valor de equilíbrio da taxa de juros. Esta é uma conclusão que decorre da aceitação do suposto de perfeita elasticidade da oferta de crédito externo. A oferta de crédito externo ajusta o mercado de bônus, levando a taxa de juros ao valor definido pela equação (1). A oferta total de crédito e a oferta monetária são passivas e o ajuste dos mercados monetários se dá através dos movimentos de capitais (ver Gráfico 3).

Até aqui consideramos o ritmo de variação da taxa de câmbio como um parâmetro conhecido do custo do crédito externo, o que implica supor perfeita certeza em relação ao curso futuro desta variável. O caso que nos interessa analisar diz respeito a um mercado cambial sob controle da autoridade monetária, o que não significa que a taxa de câmbio futura constitua uma expectativa totalmente certa. Em relação a este ponto, nossa principal argumentação é que, não importa qual seja a regra cambial seguida pela autoridade monetária, seja ela explícita ou não, a expectativa da taxa de câmbio futura deve ser considerada uma variável incerta.

Isto é igualmente válido tanto para uma política de taxa de câmbio fixa quanto para um *crawling-peg*. Em ambos os casos, a regra cambial está sujeita à decisão da autoridade monetária e pode ser modificada da mesma maneira como foi imposta. O grau de incerteza não está associado a um tipo definido de regra. A manutenção de uma taxa de câmbio fixa pode dar lugar a um grau maior de incerteza em relação à taxa de câmbio futura do que uma política de indexação da taxa de câmbio.

A recente experiência argentina registra duas modalidades de regulamentação. Até dezembro de 1978 vigorou um *crawling-peg* sujeito a regras variáveis e não explícitas. A partir dessa data, entraram em vigência "as pautas cambiais" e, em conformidade com as mesmas, a autoridade monetária antecipou a trajetória futura da taxa de câmbio nominal.

No primeiro caso, o caráter incerto da expectativa da taxa de câmbio futura não parece exigir uma explicação mais aprofundada.

No segundo caso, se existir uma crença firme de que o compromisso assumido pelas autoridades será respeitado, um modelo que assuma perfeita certeza parece uma aproximação razoável. No entanto, deve se enfatizar a diferença entre t e o resto das variáveis consideradas. As taxas de juros interna e internacional, bem como os custos de transação, são magnitudes contratuais, enquanto que a taxa de câmbio futura está sujeita à manipulação da autoridade monetária, qualquer que seja a regra por ela enunciada. Esta questão é particularmente relevante no caso de economias que, como a Argentina, registram uma longa história de dificuldades no balanço de pagamentos e abruptas desvalorizações cambiais.⁷ Em conseqüência, é preferível considerar a perfeita certeza como uma situação limite — de máxima credibilidade na regra cambial enunciada — dentro de um modelo mais geral onde o ritmo de variação da taxa de câmbio é uma expectativa incerta. No caso de uma regra que, como as “pautas cambiais”, fixe antecipadamente a taxa de câmbio nominal, a incerteza diz respeito ao seu cumprimento por parte da autoridade monetária.

Sendo t^* a taxa esperada de variação da taxa de câmbio, o custo esperado do crédito externo é:

$$c^* = r + t^* + q \quad (2)$$

Dado que c^* é uma expectativa incerta, a condição de equilíbrio no mercado, sob o pressuposto de aversão ao risco, requer que $c^* < i$. Uma forma diferente de expressar a condição de equilíbrio é:

$$i = c^* + s, \quad s > 0 \quad (3)$$

onde s é função do grau de incerteza e representa o prêmio de risco da expectativa de variação da taxa de câmbio.

Esse resultado pode ser apresentado em termos da teoria de alocação de *portfolio* sob condições de risco. Os agentes econômicos podem considerar t como uma variável aleatória com uma distribuição subjetiva de probabilidade caracterizada por $E(t)$ — a esperança da

⁷ Em relação ao atual período da economia Argentina, cabe lembrar que as “pautas cambiais” representam a quarta modalidade de intervenção no mercado cambial ensaiada pelas mesmas autoridades.

taxa de variação da taxa de câmbio — e $\sigma (t)$ — a variância da distribuição. O pressuposto de aversão ao risco pode ser representado através de curvas de indiferença como as indicadas no Gráfico 2, onde no eixo das ordenadas medimos a esperança do custo do crédito c , no eixo das abscissas, a variância do mesmo.

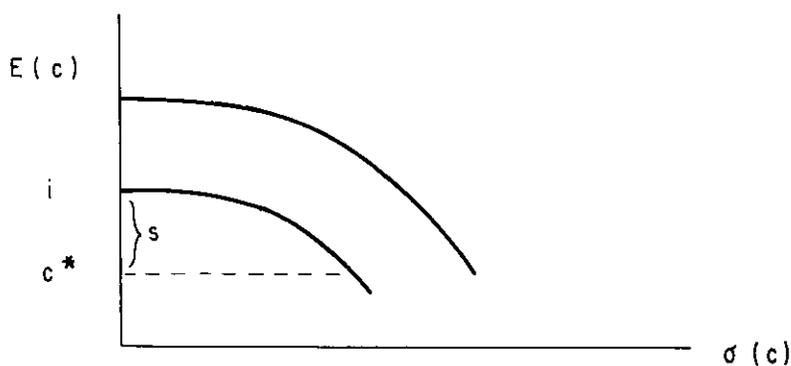
O custo do crédito interno i está localizado sobre o eixo vertical. A condição de equilíbrio requer que a esperança do custo do crédito externo seja menor que i : $c^* < i$, ou seja, $i = c^* + s$, $s (\sigma) > 0$.

A condição acima enunciada depende exclusivamente do caráter incerto da expectativa em relação à taxa de câmbio futura, independentemente da regra de política cambial seguida pela autoridade econômica. No caso de uma política de prefixação cambial, a esperança da distribuição pode ser a taxa de variação prefixada, mas ainda neste caso vigora a condição de equilíbrio acima enunciada. Denominando t_p a taxa cambial prefixada pela autoridade econômica, si $t^* = t_p$, então:

$$c^* = r + t_p + q \text{ e } i = c^* + s, s > 0$$

Apesar de outorgar um certo rigor à proposição (3), essa concepção parece-nos um tanto forçada. Caso a distribuição de probabilidade fosse estável, s poderia ser considerada uma constante

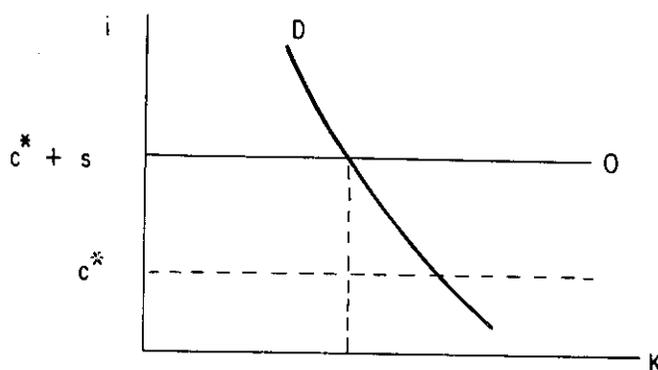
Gráfico 2



paramétrica, de tal forma que o problema seria equivalente ao caso de perfeita certeza com $t = t^* + s$.⁸ Contudo, a incerteza diz respeito ao comportamento futuro da autoridade monetária e dificilmente esse comportamento poderá ser representado através de uma distribuição estável de probabilidade.⁹ Nosso argumento enfatiza precisamente a volatilidade* de s , que transmite essa mesma característica à taxa de juros doméstica e ao crédito externo.

A posição de equilíbrio no mercado de crédito aparece representada no Gráfico 3, onde, no eixo vertical, medimos a taxa de juros doméstica i , e, no eixo horizontal, o montante de crédito. A curva de oferta O é horizontal em $i = c^* + s$. A posição da curva de demanda de crédito determina o volume de crédito que é demandado a essa taxa de juros.

Gráfico 3



⁸ É esse o suposto formulado por Rodriguez na sua análise do programa cambial iniciado em fins de 1978. Cf. Carlos Rodriguez, "El Plan Argentino de Estabilización del 20 de Diciembre", in *Dtos. de Trabajo*, n.º 5 (CEMA, julho de 1979).

⁹ Essa é a antiga distinção entre incerteza e risco introduzida por Knight. Para uma análise recente em torno do assunto, cf. John Hicks, *Causality in Economics* (Nova York, 1979), Cap. VIII.

* Volatilidade no sentido de *extremamente* instável. (N. do T.)

Gostaríamos de salientar algumas características do modelo proposto. O pressuposto de uma oferta de crédito externo perfeitamente elástica determina que o mercado de crédito se equilibre via oferta de crédito externo. O equilíbrio no mercado de crédito define, dada a oferta de crédito interno, a taxa de juros doméstica e o balanço de capitais autônomos. Essa formulação apresenta algumas semelhanças com o “enfoque monetário do balanço de pagamentos”, existindo porém diferenças importantes em relação a ele. Em primeiro lugar, o modelo explica somente a conta de capitais autônomos do balanço de pagamentos e não a variação agregada dos ativos externos do sistema bancário. Em segundo, entendemos a validade do pressuposto de perfeita elasticidade de oferta do crédito externo como condicionada histórica e circunstancialmente. Mas a diferença mais importante aparece quando se leva em conta a incerteza do custo do crédito externo. A volatilidade do custo esperado do crédito externo está na raiz da instabilidade que afeta o equilíbrio no mercado financeiro e o nível das reservas. Essa volatilidade só pode ser eliminada adotando o suposto de perfeita certeza ou outro semelhante. Em nosso modelo, o ponto de equilíbrio no mercado financeiro e o nível das reservas dependem das expectativas sobre o comportamento futuro da autoridade monetária e da confiança depositada nestas expectativas. Existe um número variado de equilíbrios que dependem do estado das correntes de opinião. A cada uma delas corresponde uma dada taxa de juros e um determinado volume de crédito externo.

4.1 — A dinâmica do mercado

O principal elemento dinâmico do mercado financeiro, no período por nós analisado, foi o processo inflacionário. Com taxas de inflação da magnitude daquelas registradas ao longo de todo o período, mudanças no ritmo de crescimento da oferta de crédito interno provocam, rapidamente, graves desequilíbrios no mercado financeiro. O comportamento do mercado durante o mês de outubro de 1977, conforme descrito, constitui um bom exemplo a respeito.

Para discutir a dinâmica do mercado optamos por um tratamento formal das variáveis envolvidas. K^D é a demanda total de crédito, que suporemos elástica à taxa de juros. Resumimos no vetor Z as demais variáveis determinantes da demanda de crédito — nível de preços, expectativas inflacionárias, nível de renda —, já que não nos interessa aqui examinar separadamente suas influências. K_d e K_x representam o crédito doméstico e o externo, respectivamente. Vamos supor ainda que K_d é uma variável exógena determinada pela autoridade monetária. Se o mercado está em equilíbrio, a oferta de crédito iguala-se à sua demanda:

$$K^D(z, i) = K_d + K_x$$

e, nestas condições, deve ser:

$$i = c^* + s$$

O processo de ajuste das variáveis fora do equilíbrio é representado por:

$$\frac{di}{dt} = f[K^D - (K_d + K_x)]; f(0) = 0 \text{ e } f' > 0 \quad (\text{a})$$

o que significa que a taxa de juros responde aos excessos de demanda no mercado de crédito, e

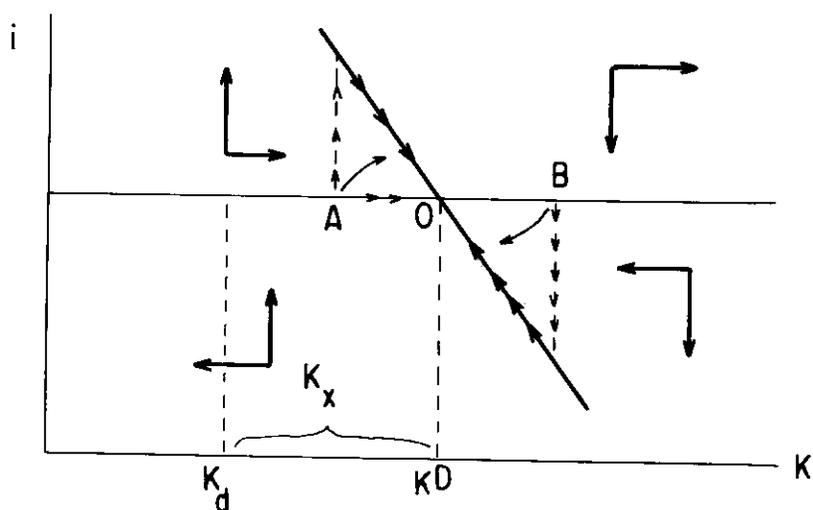
$$\frac{dK_x}{dt} = g[i - (c^* + s)]; g(0) = 0 \text{ e } g' > 0 \quad (\text{b})$$

ou seja, o crédito externo ajusta-se às diferenças entre a taxa de juros e o custo do crédito externo.

Primeiramente, consideramos o ajuste do mercado ante movimentos na curva de demanda de crédito ou variações na oferta doméstica, supondo constante o custo esperado do crédito externo e também o grau de incerteza. Em todos os casos vamos supor $K_d < K^D$, ou seja, que a demanda total de crédito é maior que a oferta doméstica¹⁰ (ver Gráfico 4).

¹⁰ Admitida uma inclinação normal da curva da demanda de crédito, o modelo é localmente estável. As características das trajetórias de ajuste dependem das velocidades de ajuste f' e g' e da elasticidade da demanda de crédito. Dada a elasticidade-juros de demanda e a velocidade de ajuste do crédito externo, existe uma velocidade de ajuste da taxa de juros por cima da qual a convergência não é oscilatória.

Gráfico 4



No gráfico, o ponto *A* representa uma posição de excesso de demanda de crédito e o ponto *B* um excesso de oferta. Os ajustes são simétricos. Excessos de demanda ou oferta geram, respectivamente, aumentos ou reduções da taxa de juros e fluxos positivos ou negativos de crédito externo. As trajetórias do mercado dependem das velocidades de ajuste f' e g' . As setas do gráfico indicam diferentes alternativas para o processo de ajuste. Se o ajuste de quantidades é muito rápido, a taxa de juros varia muito pouco.

Um ajuste instantâneo da taxa de juros resulta nas trajetórias indicadas pelas curvas exteriores do Gráfico 4. A capacidade de a política governamental influenciar a taxa de juros via oferta de crédito doméstico depende então da velocidade relativa de ajuste do crédito externo. Se este é instantâneo, essa capacidade é nula. Se o ajuste não é instantâneo e o fluxo de crédito externo reage aos estímulos de preço, a autoridade monetária pode induzir aumentos ou reduções da taxa de juros que se traduzam em fluxos de ajuste do crédito externo. Um processo inflacionário implica um deslocamento perma-

nente da curva de demanda de crédito e, dependendo do ritmo de crescimento da oferta doméstica, podem ocorrer flutuações na taxa de juros. A autoridade monetária pode perpetuar o estado de desequilíbrio do mercado utilizando o expediente de expandir a oferta doméstica de crédito a um ritmo inferior ou superior ao da demanda. A taxa de juros pode permanecer então em níveis acima ou abaixo do ponto de equilíbrio.

— Cabe destacar que o processo acima descrito requer um grau de credibilidade na política cambial suficientemente alto para permitir a existência de um equilíbrio estável da taxa de juros. Em caso contrário o resultado ainda é logicamente válido, porém não existe um nível estável de equilíbrio da taxa de juros e são imprevisíveis os efeitos da política monetária.

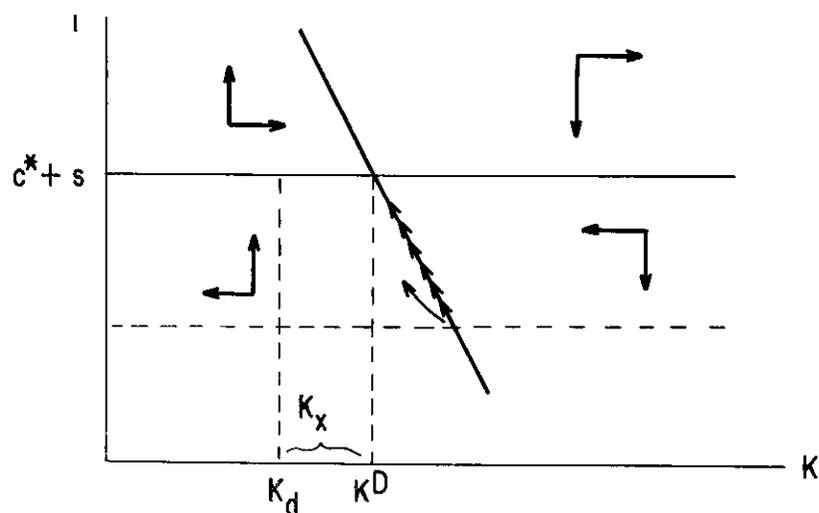
Por outro lado, a relevância no curto prazo do modelo proposto depende da magnitude dos fluxos de capitais induzidos por uma taxa de juros em desequilíbrio. O modelo só é relevante se esse fluxo é significativo em relação à demanda de crédito.

Até aqui admitimos como dados tanto as expectativas sobre a taxa de câmbio futura como o grau de certeza em relação às mesmas. Examinemos agora a forma como ajusta o mercado frente a uma súbita elevação da posição de equilíbrio da taxa de juros, em decorrência de uma mudança em qualquer um dos elementos que a determinam. Vamos supor inalteradas a demanda de crédito e a oferta doméstica. O incremento de $c^* + s$ induz, de acordo com (b), um fluxo negativo de crédito externo que, uma vez iniciado, gera um excesso de demanda tendente à elevação da taxa de juros. O Gráfico 5 retrata esse caso.

É atingido um novo equilíbrio com uma taxa de juros mais alta e um volume de crédito que depende da elasticidade-juros da demanda. Um ajuste instantâneo da taxa de juros determina um deslocamento sobre a curva de demanda. Se o ajuste de quantidades é relativamente rápido, o fluxo de crédito externo e a taxa de juros deverão experimentar oscilações na trajetória para o novo equilíbrio.

Neste ponto, parece-nos oportuno acrescentar o seguinte comentário: ao considerar as expectativas sobre a taxa de câmbio e a incer-

Gráfico 5



teza como os principais determinantes da volatilidade do equilíbrio no mercado financeiro, a ênfase recai sobre os elementos internos da economia, ficando os aspectos relativos ao contexto internacional relegados a um segundo plano. Esse enfoque nada mais é que um retrato da recente experiência argentina, na qual as mudanças nos determinantes domésticos da taxa de juros tiveram um peso maior que as dos determinantes externos. Contudo, num enfoque mais amplo, tendo em vista a intensa flutuação da taxa de juros internacional, não podemos deixar de apontar esse elemento como um dos fatores de instabilidade que afetaram o mercado financeiro e o desempenho do setor externo.

Nos casos precedentes tem-se admitido sempre a possibilidade de um retorno a uma nova posição de equilíbrio. Isto pode necessariamente não acontecer. É razoável tecer então conjecturas a respeito de eventuais processos de realimentação. Suponhamos que um fluxo negativo de crédito externo determine uma perda de reservas. Supo-

nhamos também que o prêmio de risco s é função do nível das reservas, de maneira que aumente quando essas caíam:

$$\frac{ds}{dt} = h \left(\frac{dK_x}{dt} \right) \quad h' < 0$$

Neste caso, frente a um ajuste que tenha como requisito uma elevação da taxa de juros — em virtude, por exemplo, de um aumento autônomo no grau de incerteza —, a possibilidade de atingir um novo equilíbrio depende da relação entre f , a velocidade de ajuste da taxa de juros, e h' . Se a segunda é maior que a primeira, a tendência para o incremento da taxa de juros não será suficiente para provocar uma reversão do fluxo de crédito externo, ocasionando uma perda contínua de reservas.

Um resultado análogo pode ser obtido ao considerarmos a taxa de juros internacional como a variável que se eleva devido a um incremento no prêmio de risco dos bancos internacionais, em resposta a uma queda no nível das reservas. Neste caso, uma política que objetive defender o programa cambial e deter a perda das reservas deve acelerar a elevação da taxa de juros através de uma contração, ainda mais rápida, do crédito interno.

Em todos os casos, um ajuste relativamente rápido do crédito externo dará lugar a flutuações no fluxo de crédito externo e, conseqüentemente, no balanço de pagamentos e no nível das reservas internacionais. Nada indica *a priori* que a função g , que representa a sensibilidade do fluxo de crédito externo aos sinais de preço, deva ser necessariamente estável ao longo do tempo. Muito pelo contrário, parece ser intuitivamente razoável supor que ao aumentar o grau de incerteza aumente não apenas o prêmio de risco s associado ao crédito externo, como também a velocidade de ajuste do fluxo, elevando assim o potencial de instabilidade do balanço de pagamentos.

5 — O funcionamento do mercado financeiro

A exposição a seguir tem um duplo propósito. Por um lado, utilizaremos o modelo proposto para interpretar a evolução do mercado

financeiro, bem como dos movimentos de capitais desde a Reforma Financeira até 1980. Por outro, a partir dos dados referentes ao período das “pautas cambiais”, teceremos algumas considerações em torno do diferencial entre a taxa de juros doméstica e o custo do crédito externo.

5.1 — A informação

Examinamos em primeiro lugar as informações que fundamentam nossa análise. No que se refere ao custo do crédito externo, procedemos do seguinte modo: calculamos o custo *ex-post* do crédito externo a partir da taxa de desvalorização efetiva e definimos \bar{s} como a diferença observada entre o custo do crédito interno e o custo *ex-post* do crédito externo:

$$\bar{s} = i - r - t - q \quad (4)$$

onde t é a taxa efetiva de variação da taxa de câmbio.

De acordo com o modelo apresentado, \bar{s} incorpora três componentes: o prêmio de risco s , o erro na expectativa de variação da taxa de câmbio $t^* - t$ e um resíduo ϵ que resulta do estado de desequilíbrio do mercado.

Se $i = r + t^* + q + s + \epsilon$ e $c = r + t + q$ é o custo *ex-post* do crédito externo:

$$i - c: \bar{s} = (t^* - t) + s + \epsilon \quad (5)$$

A variável ϵ não requer maior explicação. Se $\epsilon > 0$, a taxa de juros encontra-se acima de seu ponto de equilíbrio e o modelo prevê então um fluxo positivo de crédito externo. Contrariamente no caso em que $\epsilon < 0$.

Os demais componentes de \bar{s} justificam alguns comentários. O fato de o mercado estar em equilíbrio significa que a taxa de juros iguala o custo esperado do crédito externo mais o prêmio de risco. *Ex-post*, as expectativas de variação da taxa de câmbio podem resultar erradas,

de maneira que $t^* - t \neq 0$. Neste caso, supondo $\varepsilon = 0$, \bar{s} incorpora o erro na expectativa e o prêmio de risco *ex-ante*. Se a variação efetiva da taxa de câmbio coincide com a variação esperada, então $t^* - t = 0$. Neste caso, supondo $\varepsilon = 0$, $\bar{s} = s$. O comentário é especialmente relevante para o período em que vigoraram as taxas de câmbio prefixadas. Neste caso, dado o cumprimento das “pautas cambiais”, a taxa efetiva de variação cambial coincide com aquela antecipada pela autoridade monetária. Não contamos com informação direta sobre a taxa de câmbio esperada.¹¹ Suporemos então que neste período a expectativa coincide com a tabela anunciada, de forma que \bar{s} deveria refletir o valor de s . O significado deste suposto pode ser interpretado facilmente a partir do modelo probabilista referido acima. Seja t_p a taxa de câmbio antecipada pela autoridade econômica. Nosso suposto é que $t^* = E(t) = t_p$. Poderia acontecer que a distribuição de probabilidade da expectativa de t tivesse uma esperança diferente de t_p , como, por exemplo, $E(t) > t_p$. Neste caso, $\bar{s} = E(t) - t_p + s$, isto é, \bar{s} incorporaria o “viés” da expectativa e o prêmio de risco, o que absolutamente não dificulta a análise se é adotada uma interpretação ampla para o prêmio de risco *ex-ante*.

Na medida em que a taxa de juros observada não represente um preço de equilíbrio, \bar{s} incorpora em todos os períodos n $\varepsilon \neq 0$. O fato de utilizar médias mensais na estimativa dos componentes de \bar{s} — detalhados na equação (4) — contribui para diminuir sua importância relativa. Porém, na medida em que o grau de desequilíbrio não pode ser quantificado isoladamente, o prêmio de risco *ex-ante*, s , não pode ser medido diretamente a partir dos dados *ex-post*. Apesar disto, a importância e a evolução de s poderão ser conjecturadas a partir do exame das cifras e da adoção de algumas hipóteses.

Na Tabela 7 e no Gráfico 6 apresentamos, em termos de taxas médias mensais para o período junho de 1977/dezembro de 1979, as séries correspondentes às variáveis acima definidas. A coluna (1) registra a taxa de juros do mercado de eurodólares para empréstimos de seis meses, expressa em termos de taxa mensal.¹² A se-

¹¹ O mercado a termo opera legalmente desde 1978, mas o número de transações nele realizadas é muito reduzido.

¹² É computado um *spread* de 1% ao ano sobre a LIBOR.

TABELA 7

Custo de crédito externo, taxa de juros, custo diferencial do crédito e movimentos de capitais privados não compensatórios

		<i>r</i> (%)	<i>t</i> (%)	<i>q</i> (%)	<i>r+t+q</i> (%)	<i>i</i> (%)	\bar{s} (%)	Saldo Trimestral (10 ⁶ US\$ Correntes)
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
1977	Junho	0,57	5,2	0,3	6,1	7,4	1,2	...
	Julho	0,57	5,6	0,3	6,5	7,5	1,1	
	Agosto	0,60	5,7	0,3	6,6	7,7	1,0	192,9 ^a
	Setembro	0,62	7,0	0,3	8,0	8,8	0,8	
	Outubro	0,67	8,8	0,3	9,8	11,6	1,8	
	Novembro	0,67	8,7	0,3	9,7	13,5	3,5	421,5 ^a
	Dezembro	0,68	7,8	0,3	8,8	13,2	4,4	
1978	Janeiro	0,69	7,3	0,3	8,3	13,2	4,9	
	Fevereiro	0,69	6,8	0,3	7,8	11,0	3,2	771,0
	Março	0,69	6,0	0,3	7,0	8,9	1,9	
	Abril	0,70	5,6	0,3	6,6	8,0	1,4	
	Maiο	0,73	4,0	1,9	6,7	8,1	1,4	329,4
	Junho	0,77	1,5	2,0	4,3	8,3	4,0	
	Julho	0,80	1,7	1,9	4,4	7,9	3,5	
	Agosto	0,78	2,6	1,8	5,2	7,7	2,5	- 440,5
	Setembro	0,82	3,8	1,7	6,4	7,2	0,8	
	Outubro	0,89	4,2	1,8	6,9	7,4	0,5	
	Novembro	1,01	5,5	1,8	8,4	7,4	-1,0	- 855,1
	Dezembro	1,03	5,0	1,8	7,9	7,7	- 0,2	
1979	Janeiro	1,01	5,2	0,3	6,6	7,4	0,8	
	Fevereiro	0,95	4,8	0,3	6,1	7,1	1,0	986,0
	Março	0,94	4,7	0,3	5,8	7,1	1,3	
	Abril	0,93	4,6	0,3	5,9	7,1	1,2	
	Maiο	0,94	4,5	0,3	5,8	6,9	1,1	714,5
	Junho	0,82	4,4	0,3	5,6	6,9	1,3	
	Julho	0,84	4,1	0,3	5,3	7,6	2,3	
	Agosto	0,91	3,9	0,3	5,1	8,0	2,9	979,0
	Setembro	1,07	3,7	0,3	5,1	8,1	3,0	
	Outubro	1,21	3,4	0,3	5,0	8,1	3,1	
	Novembro	1,22	3,3	0,3	4,9	7,0	2,1	928,8
	Dezembro	1,19	3,1	0,3	4,9	6,9	2,3	
1980	Janeiro	1,19	2,9	0,3	4,4	6,7	2,3	
	Fevereiro	1,27	2,7	0,3	4,3	6,0	1,7	543,3
	Março	1,43	2,5	0,3	4,3	5,6	1,4	
	Abril	1,37	2,3	0,3	4,0	5,3	1,3	
	Maiο	0,95	2,1	0,3	3,4	5,4	2,1	- 1.556,2
	Junho	0,83	2,0	0,3	3,1	6,4	3,3	
	Julho	0,83	1,7	0,3	2,8	7,2	4,4	
	Agosto	0,96	1,5	0,3	2,8	6,2	3,4	n.d.
	Setembro	1,06	1,3	0,3	2,7	5,6	2,9	

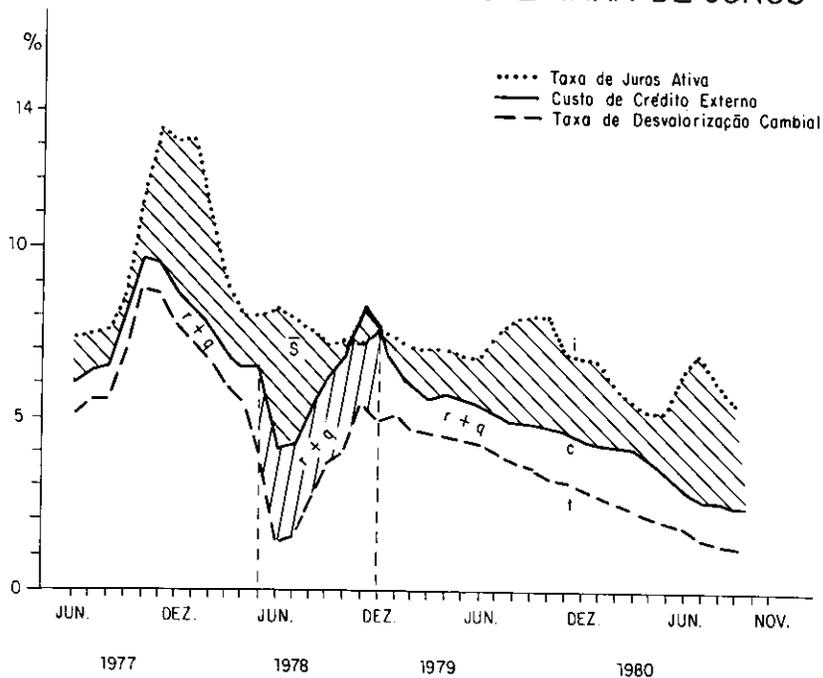
FONTES: Elaboração própria baseada em informação da FIEL, *Indicadores de Conjuntura* (taxas de juros); Banco Central de la República Argentina (taxas de desvalorização); e BCRA, *Estimaciones Trimestrales del Balance de Pagos*.

^aA desagregação trimestral é uma estimativa própria com base em dados do PCRA. Memória Anual 1977, p. 62.

As fórmulas estão expressas em taxas contínuas. As expressões para as taxas mensais são: coluna (4) = $(i + r)(i + t) - i + q$.

Gráfico 6

CUSTO DO CRÉDITO EXTERNO E TAXA DE JUROS



FONTE : Tabela 7

gunda coluna mostra a taxa de variação cambial. A terceira apresenta o custo mensal do imposto sobre compra e venda de divisas, do imposto de renda sobre a remessa de juros e do encaixe que vigorou entre maio e dezembro de 1978.¹³ A quarta coluna é o somatório das três primeiras e registra, portanto, o custo *ex-post* do crédito externo. A quinta coluna corresponde à taxa de juros ativa para empréstimos a 29 dias. Na sexta coluna calculamos

¹³ O imposto sobre a compra e venda de divisas representa 0,6% do valor da operação. Duas operações significam 1,2% nos seis meses de duração do crédito externo. O imposto de renda representa 11,25% dos juros. O imposto devia ser pago pelo prestamista, mas na prática é um elemento adicional do custo do crédito externo.

os valores de \bar{s} , como diferença entre a taxa de juros doméstica e o custo do crédito externo.¹⁴ A sétima e última coluna apresenta os movimentos trimestrais de capitais privados não compensatórios que podem ser associados ao diferencial \bar{s} .

As Tabelas 8 e 9 referem-se à política monetária, à evolução do mercado financeiro e ao papel desempenhado pelos movimentos de capitais. A Tabela 8 apresenta a evolução dos recursos gerados pelo sistema financeiro,¹⁵ sob a forma de taxas percentuais de crescimento nos períodos indicados. A coluna (1) apresenta a taxa de expansão do passivo total do sistema (ativos financeiros em poder dos setores público e privado). As colunas (2) e (3) desagregam a expansão do crédito em dois componentes correspondentes à base monetária e à expansão secundária, de acordo com a identidade:

$$\frac{\Delta M}{M} = \frac{\Delta B}{M} + \frac{\Delta ES}{M}$$

onde

$$(1) = \frac{\Delta M}{M}, (2) = \frac{\Delta B}{M} \text{ e } (3) = \frac{\Delta ES}{M}.$$

A coluna (4) registra o percentual de encaixe compulsório fixado pelo Banco Central em vigor no final de cada período. Finalmente, a coluna (5) apresenta a taxa de aumento do índice de preços atacadistas correspondente a cada período.

A Tabela 9 discrimina os principais componentes de expansão da base monetária. A coluna (1) registra a taxa de crescimento da base monetária e a coluna (2) mostra a proporção desta expansão devida ao setor interno. A coluna (3) apresenta a parte da variação

¹⁴ Desta maneira, comparamos a taxa de juros doméstica mensal com o custo do primeiro mês de crédito externo. Dado que as "pautas cambiais" estabeleciam a partir de janeiro de 1979 uma taxa decrescente de desvalorização cambial, este procedimento superestima o custo médio mensal do crédito externo no período considerado.

¹⁵ O sistema financeiro compreende o Banco Central e o conjunto das entidades financeiras — bancos, companhias financeiras, caixas de crédito, etc. — sujeitas ao requisito do encaixe compulsório desde a implantação da Reforma Financeira.

TABELA 8

Evolução dos recursos financeiros ^a

	Incremento Total (%)	Base Monetária (%)	Expansão Secundária (%)	Taxa Única de Encaixe Compulsório (%) (em Fim de Período)	Incremento do IPM (%)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
1977					
II Semestre	71,8	33,6	38,2	44,0	62,8
III Trimestre	31,7	13,1	18,6	45,0	27,6
IV Trimestre	30,5	15,5	15,0	44,0	27,6
1978					
	186,0	60,7	125,3		143,4
I Trimestre	35,3	14,8	20,5	44,0	26,6
II Trimestre	30,7	17,0	13,7	43,0	24,6
III Trimestre	31,2	9,4	21,8	39,0	21,6
IV Trimestre	23,2	2,8	20,4	29,0	26,9
1979					
	188,8	35,2	153,6		129,0
I Trimestre	29,1	6,6	22,5	27,0	28,4
II Trimestre	29,9	8,7	21,2	27,0	28,2
III Trimestre	31,5	6,0	25,5	24,0	29,8
IV Trimestre	31,1	3,4	27,7	16,5	7,2
1980					
I Trimestre	21,7	0,3	21,4	11,5	8,2
II Trimestre	12,1	4,5	7,6	12,0	17,5
III Trimestre	21,8	3,0	18,8	11,5	8,9

FONTE: Elaboração própria baseada em dados do BCRA, "Recursos Monetarios y Efectivo Mínimo", in *Boletín Estadístico*, vários números.

(1) = (2) + (3).

^aCorresponde à variação de saldos médios diários entre os meses iniciais e finais do período indicado.

TABELA 9

Crescimento da base monetária e componentes

(Em %)

	Incremento da Base	Setor Interno	Conta Corrente	Setor Externo		
				Conta de Capitais Não Compensatórios		
				Total	Governo e Empresas Públicas	Empresas Privadas
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	
1977						
II Semestre	60,0	21,0	8,6	33,7	18,6	15,1
III Trimestre	23,4	16,0	7,3	9,0	—	—
IV Trimestre	29,6	4,1	1,1	20,1	—	—
1978	116,7	54,6	48,3	23,2	35,6	-12,4
I Trimestre	28,4	2,7	6,7	20,5	4,8	15,7
II Trimestre	34,5	10,4	14,5	8,3	2,4	5,9
III Trimestre	18,4	10,1	12,3	- 0,2	6,2	- 6,4
IV Trimestre	5,9	10,4	0,9	- 3,7	8,3	-12,0
1979	89,2	17,5	-12,2	90,0	23,9	66,1
I Trimestre	16,6	4,0	- 1,0	16,3	2,6	13,7
II Trimestre	24,2	3,8	7,0	14,4	3,6	10,8
III Trimestre	17,5	5,0	- 0,9	18,1	4,7	13,4
IV Trimestre	11,2	1,1	-10,0	18,0	6,0	12,0
1980						
I Trimestre	6,8	-0,5	-10,6	15,8	8,9	6,9
II Trimestre	21,2	48,8	-12,1	-14,0	6,9	-20,9

FONTES: Elaboração própria baseada em dados do BCRA, "Recursos Monetarios y Efectivo Mínimo", in *Boletín Estadístico*, vários números, *Estimaciones Trimestrales del Balance de Pagos*.

(1) = (2) + (3) + (4). Ver p. 366, rodapé 16, a seguir.

(4) = (5) + (6)

das reservas correspondentes ao saldo em conta corrente do balanço de pagamentos e a coluna (4) apresenta, por sua vez, a parte correspondente ao saldo da conta de capitais não compensatórios. As colunas (5) e (6) decompõem ainda esses capitais segundo seu caráter público ou privado, respectivamente.¹⁶

A identidade contábil apresentada na tabela é:

$$\frac{\Delta B}{B} = \frac{\Delta CI}{B} + \frac{BCC}{B} + \frac{BCK}{B}$$

onde

$$(1) \frac{\Delta B}{B},$$

$$(2) \frac{\Delta CI}{B},$$

$$(3) \frac{BCC}{B} \text{ e}$$

$$(4) \frac{BCK}{B}.$$

As tabelas fornecem a informação necessária para analisar a evolução da política monetária e do mercado financeiro. Os principais instrumentos da política monetária — a expansão do crédito do Banco Central e a taxa de encaixe compulsório — podem ser

¹⁶ Ainda que as diferenças sejam pouco significativas para fins da análise, deve-se destacar a não-coincidência entre a soma dos componentes de variação dos ativos externos do sistema mais a expansão interna e a expansão da base monetária. Isto porque, em primeiro lugar, não registramos todos os componentes da variação das reservas, mas apenas os mais importantes. Em segundo lugar, enquanto que os dados relativos à base monetária e à expansão interna provêm de informação do balanço de pagamentos fornecida pelo Banco Central, os dados relativos ao setor externo são o resultado de uma estimativa própria com base em dados do balanço de pagamentos, em dólares correntes. Os fluxos em dólares foram transformados em pesos de acordo com a taxa de câmbio média do período correspondente, o que se constitui numa fonte de discrepância. Por último, outra fonte de discrepância provém de diferenças de registro no balanço de pagamentos e da variação das reservas.

examinados separadamente. Considerando como “dado” o saldo em conta corrente do balanço de pagamentos, ficam determinados os componentes exógenos da oferta de crédito. De acordo com o modelo exposto, o saldo da conta de capital não compensatório é a variável que ajusta o mercado. O crédito externo do setor público deve ser considerado, porém, como uma variável exógena, uma vez que a captação e operacionalização desses fluxos foi orientada diretamente pelo Banco Central de acordo com as exigências da política monetária. A variável endógena fica sendo então o saldo da conta de capital privado não compensatório. Com a finalidade de avaliar qualitativamente o grau do desequilíbrio que em certas ocasiões prevalecem no mercado, consideramos a taxa de inflação como uma *proxy* da taxa de crescimento da demanda de crédito.

5.2 — O período 1977/78

As cifras do segundo semestre de 1977 mostram o impacto inicial da Reforma Financeira e o grave desequilíbrio gerado pela política monetária no mercado de crédito. Nesse semestre, enquanto os preços cresceram 63%, o setor interno e o balanço em conta corrente responderam por apenas 30% do crescimento da base monetária, sendo que o encaixe compulsório foi mantido constante até o mês de dezembro. O efeito da restrição monetária se fez sentir particularmente no último trimestre, quando se verificou uma rápida elevação da taxa de juros. Apesar de a taxa de desvalorização ter chegado a um máximo, $\bar{\pi}$ foi aumentando ao longo do semestre, até atingir 5% em janeiro de 1978. A entrada de capitais foi rápida e muito significativa. A captação do setor público alcançou US\$ 750 milhões no semestre. O setor privado foi incrementando seu ritmo de endividamento externo durante o semestre, até totalizar US\$ 614 milhões. A importância para o mercado de crédito desses fluxos de capitais pode ser avaliada a partir das cifras da Tabela 9. No último trimestre de 1977 e no primeiro trimestre de 1978, os saldos da conta de capital responderam por 2/3 da expansão da base monetária.

A partir de fevereiro, após o impacto inicial, a taxa de juros doméstica começa a baixar. Para explicar essa queda resulta difícil separar o efeito do fluxo do crédito externo do efeito da oferta doméstica de crédito, que de resto tornou-se mais expansiva. De outro lado, a recessão, ao afetar a demanda de crédito, contribuiu também para a queda da taxa de juros. No segundo trimestre de 1978, enquanto a taxa de inflação mantém-se em níveis semelhantes aos dos trimestres precedentes, o setor interno e o balanço em conta corrente respondem por 24,5% da expansão da base monetária, triplicando sua participação em relação ao trimestre anterior. Além do mais, o coeficiente de encaixe é rebaixado em 1% nesse mesmo trimestre. Com a queda da taxa de juros, \bar{s} reduziu-se para 1,4% nos meses de abril e maio. O influxo de capitais privados atingiu US\$ 771 milhões no primeiro trimestre. As cifras do segundo trimestre registram uma desaceleração dos fluxos coerente com a redução da taxa de juros e de \bar{s} .

A partir de maio, as cifras mostram o impacto das medidas restritivas que pesaram sobre o endividamento externo. Por um lado, a obrigatoriedade do depósito em moeda nacional incrementou o custo do crédito externo em cerca de 1,5% ao mês. O custo do depósito poderia ter sido amplamente compensado pela abrupta queda no ritmo de desvalorização cambial, caso esta tivesse sido antecipada. Porém, o anúncio da flutuação da taxa de câmbio, num clima em que predominavam as expectativas de uma desvalorização real, aumentou o risco do crédito externo, somando seus efeitos aos do imposto. Entre junho e setembro verificou-se uma inversão no sentido dos fluxos, embora o custo *ex-post* do crédito externo tenha sido significativamente inferior à taxa de juros doméstica. Durante o quarto trimestre, o incremento no ritmo de desvalorização foi elevando o custo do crédito externo, reduzindo \bar{s} ao ponto de torná-lo negativo e acentuando a saída de capitais.

O semestre registrou uma saída de capitais privados da ordem de US\$ 1.296 milhões.¹⁷

¹⁷ Em fins de 1978, os temores originados pela intensificação do conflito de fronteiras com o Chile somaram seu efeito ao das restrições impostas ao crédito externo.

No período restritivo, a política monetária procurou compensar a saída de capitais expandindo o crédito interno a fim de evitar a elevação da taxa de juros. Durante o semestre, a mesma manteve-se entre 7,2 e 7,9% mensais, embora \bar{s} tenha assumido valores negativos.¹⁸ O principal instrumento de expansão utilizado neste período foi a redução do coeficiente de encaixe compulsório, que passou de 43% no princípio do segundo semestre a 29% no fim do mesmo.

5.3 — O período 1979/80: as “pautas cambiais”

Com o programa anunciado em 20 de dezembro de 1978, o mercado voltou a experimentar uma súbita mudança. O anúncio antecipado das taxas de câmbio que vigorariam nos oito meses seguintes foi acompanhado da eliminação do depósito em moeda nacional e da redução para um ano do prazo mínimo para efetuar amortizações. Por outro lado, as “pautas monetárias” anunciadas pelo Banco Central fixaram metas para a criação de “recursos monetários de origem interna” e explicitaram o propósito das autoridades de saldar, via crédito externo, a restante demanda de crédito. Para o primeiro semestre, a “pauta monetária” determinou que os recursos monetários de origem interna não crescessem acima de 30%.

Ainda que o processo inflacionário tivesse respondido rapidamente às “pautas cambiais”, as metas monetárias significavam, de fato, uma forte contração da oferta interna real.¹⁹ Porém, no período janeiro/agosto a taxa de inflação mais que duplicou o incremento da taxa de câmbio, gerando um forte excesso de demanda de crédito em relação à oferta doméstica. O mecanismo do crédito externo já estava funcionando de forma fluida, produzindo-se, então, por esta via, um rápido ajuste. Em abril de 1979, conforme já foi assinalado,

¹⁸ Tal estabilidade prova que o aumento da oferta doméstica teve caráter compensatório e que a causa da saída de capitais foi o incremento do custo esperado do crédito externo devido às restrições impostas. Se a causa tivesse sido a expansão do crédito interno, deveria ter-se verificado uma queda na taxa de juros.

¹⁹ Na medida em que os “recursos de origem interna” representavam apenas uma parcela do total dos recursos monetários.

prorrogou-se a vigência das “pautas cambiais” até o final do ano. Em outubro, anunciou-se ainda que a regra de desvalorizações cambiais decrescentes continuaria em vigor após o dia 1.º de janeiro de 1980, não se anunciando nenhuma data para a finalização do programa.

Consideremos, em primeiro lugar, a evolução do mercado durante 1979. No decorrer do primeiro semestre, a taxa de juros estabilizou-se em torno de 7% ao mês, o mesmo ocorrendo com \bar{s} , que se manteve em aproximadamente 1,1% ao mês. Dado este diferencial, o setor privado contratou nesse semestre empréstimos no valor de US\$ 1.610 milhões, que responderam pela maior parte da expansão da base monetária.

Verificou-se uma situação similar no terceiro trimestre, com a entrada de US\$ 979 milhões de capitais não compensatórios privados, equivalentes também à quase totalidade da expansão da base. No entanto, a partir de julho a taxa de juros começou a se elevar, até atingir 8,1% em setembro. O diferencial \bar{s} incrementou-se, chegando a superar em mais de duas vezes os níveis dos meses precedentes.

As entradas de capital privado registraram no último trimestre do ano um saldo de US\$ 930 milhões. Esse trimestre difere, porém, em alguns aspectos, das características dos meses subseqüentes. A partir de setembro reduziram-se sensivelmente a taxa de inflação e o excesso de demanda de crédito, o que é coerente com a diminuição da taxa de juros verificada a partir de novembro. No entanto, o diferencial \bar{s} do último trimestre mais do que dobrou em relação aos primeiros meses do ano.

A descrição precedente tem por finalidade enfatizar alguns aspectos do processo. O primeiro é a rápida resposta do crédito externo. Ao estarem funcionando de forma fluida os mecanismos do crédito externo, a contração do crédito doméstico provocou uma importante entrada de capitais (vale a pena notar a diferença com o processo ocorrido no segundo semestre de 1977). O segundo aspecto é mais complexo e se refere ao diferencial de custos de crédito necessário para induzir a entrada do crédito externo. Durante 1979 o mercado operou evidentemente com um excesso de demanda de crédito, de

modo que encontrou-se acima de seu ponto de equilíbrio. Neste caso, o diferencial \bar{s} acrescenta ao prêmio de risco um elemento proveniente do desequilíbrio do mercado:

$$\bar{s} = s + \varepsilon, \text{ com } \varepsilon > 0$$

Enquanto o fluxo de entrada de capitais foi semelhante nos dois semestres, o diferencial \bar{s} incrementou-se substancialmente. Durante o primeiro semestre, sua média mensal foi 1,1%, com um mínimo de 0,8% e um máximo de 1,3%. No segundo semestre, a média foi 2,6%, com um mínimo de 2,1% e um máximo de 3,1% em outubro, momento este no qual a taxa de juros doméstica atingiu um máximo. Não podemos atribuir este aumento de \bar{s} e da taxa de juros a um incremento do excesso de demanda de crédito. Pelo contrário, no último trimestre parece ter existido um excesso de oferta de crédito, o que indica que o movimento de \bar{s} corresponde a um aumento do prêmio de risco do crédito externo, que tendeu a elevar o diferencial de custos do crédito necessário para induzir a entrada de capitais. Os processos do ano de 1980 confirmam essa interpretação.

Em fins de 1979, a redução da taxa de inflação, o início de uma fase de recessão na produção e — do lado da oferta doméstica — a redução do coeficiente de encaixe compulsório induziram uma queda da taxa de juros, que em dezembro chegou a 6,9%. Este movimento continuou durante o primeiro trimestre de 1980, impulsionado pelos mesmos fatores. Por outro lado, \bar{s} tendia a reduzir-se por causa do aumento da taxa de juros internacional. Consistente com a diminuição do diferencial \bar{s} , o fluxo de capitais caiu durante o primeiro trimestre para US\$ 543 milhões.

Sobre esta tendência “montaram-se” os efeitos da crise financeira, que se desencadeou em março com o fechamento do Banco de Intercâmbio Regional. Um de seus efeitos foi o incremento na oferta de crédito doméstico a que apelou a autoridade monetária para responder pela garantia dos depósitos e socorrer as entidades financeiras mais afetadas pelo pânico do público. O segundo efeito da crise recaiu sobre a credibilidade do programa cambial, submetido a forte tensão já desde algum tempo. O fechamento do BIR (Banco de Intercâmbio Regional) ocasionou uma queda nominal das reservas,

o que gerou de imediato expectativas incertas sobre o futuro da política cambial.

Apesar do aumento da taxa de juros — incentivado pelas operações de mercado aberto do Banco Central —, que teve lugar a partir do mês de maio, e do conseqüente aumento do diferencial \bar{s} , o saldo de capitais privados não compensatórios reduziu-se em US\$ 1.556 milhões durante o segundo trimestre. O prêmio de risco elevou-se neste período até o ponto em que um diferencial \bar{s} de 3,3% ao mês — como o verificado em junho de 1980 — não era suficiente para atrair o crédito externo.

Em julho, o governo procurou deter a drenagem de reservas eliminando o prazo existente para as amortizações dos créditos externos. Isto teve um efeito imediato porém transitório: entraram cerca de US\$ 700 milhões contratados a prazos em torno dos 60 dias — prazos menores não eram convenientes por causa dos custos fixos da operação. Contudo, este efeito acabou esgotando-se e a saída de capitais continuou na segunda metade do ano, apesar da magnitude do diferencial de custos entre o crédito interno e externo.

A evolução do mercado financeiro durante o período das “pautas cambiais” torna-se compreensível à luz do andamento geral desta política antiinflacionária.

As “pautas cambiais” constituíram o eixo da nova política econômica. O governo procurou então criar um clima de máxima confiança em relação a seu cumprimento. O anúncio das “pautas” significou um forte compromisso político que alcançou inclusive razoável credibilidade, apesar de já existir, em dezembro de 1978, a impressão bastante generalizada de que a taxa de câmbio estava “atrasada”, convicção esta baseada na efetiva revalorização real do peso verificada durante 1978. Contudo, dado que a recessão teve um impacto contracionista sobre as importações, a credibilidade no cumprimento das “pautas” estava avalizada por um importante *superavit* no balanço em conta corrente e pelos US\$ 6.000 milhões acumulados nas reservas. Neste contexto, o diferencial \bar{s} atingiu no primeiro semestre aproximadamente 1,1% ao mês. É evidente que a credibilidade foi decrescendo com o decorrer do tempo. A incerteza, não dissipada pelos sucessivos anúncios de continuidade das “pautas”, foi estimulada por dois fenômenos: a divergência entre

os preços domésticos e a evolução da taxa de câmbio durante 1979 e 1980, ocasionando uma contínua revalorização real do peso, e os efeitos emergentes da evolução do balanço em conta corrente. O prêmio de risco do crédito externo foi, portanto, se elevando e atingiu no segundo semestre de 1979 um valor próximo a 2% ao mês. Durante 1980, diferenciais de 3 e até 4% ao mês foram insuficientes para induzir o influxo de capitais externos.

Destes fatos ressaltam duas observações. A primeira diz respeito ao diferencial mínimo capaz de induzir a entrada de crédito externo. Em condições de máxima credibilidade esse diferencial foi superior a 1% ao mês, cifra equivalente à taxa de juros internacional. A segunda é uma observação destinada a destacar a volatilidade do prêmio de risco, posto em relevo particularmente durante o ano de 1980, mas já observável no aumento do diferencial \bar{i} ocorrido em 1979.

5.4 — O mercado financeiro e o setor real

Antes de concluirmos algo a partir da análise precedente, convém determo-nos no exame do comportamento da taxa de juros real.

Considerando-se a taxa de juros real interna:

$$\bar{i} = i - p \quad (6)$$

onde \bar{i} é a taxa de juros real e p a taxa de inflação.

De acordo com o modelo, substituindo em (6) pelas variáveis que determinam a taxa de juros nominal no mercado de crédito, obteremos:

$$\bar{i} = (r + q + s) + (t - p) \quad (7)$$

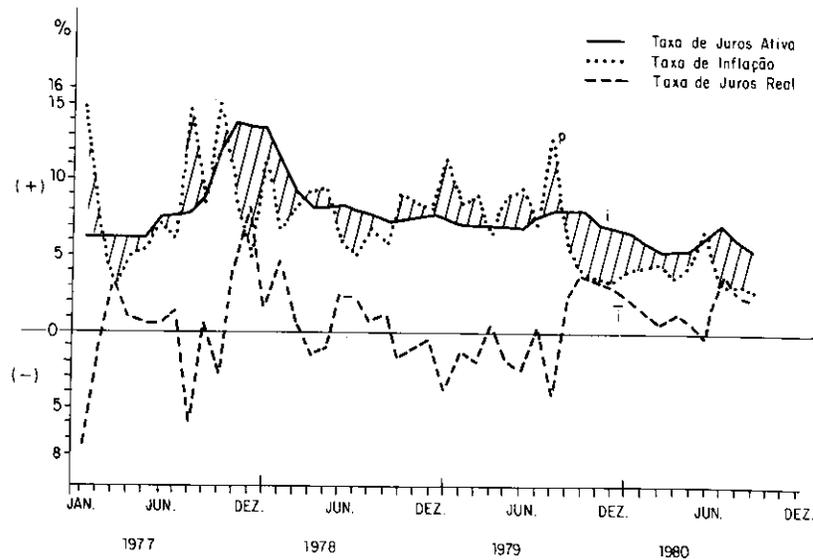
Considerando como parâmetros a taxa de juros internacional e os elementos que determinam q , resulta que a taxa de juros real depende do prêmio de risco e da relação entre a taxa de variação cambial e a taxa de inflação.

O Gráfico 7 mostra a evolução da taxa de juros real, que foi positiva no período posterior à Reforma Financeira, chegando a 8% ao mês em dezembro de 1977. Posteriormente, com a reaccleração inflacionária do último trimestre de 1978, ela assumiu, de outubro em diante, valores negativos, que persistiram — exceto em dois meses nos quais foi praticamente nula — até setembro de 1979. Com a queda da taxa de inflação, a taxa de juros real assume novamente valores positivos nos últimos meses de 1979 e durante todo o ano de 1980.

No período inicial das “pautas cambiais”, a taxa de juros real foi negativa exatamente porque a política antiinflacionária não teve impacto sobre a taxa de inflação. O forte “atraso cambiário” dos

Gráfico 7

TAXA DE JUROS E TAXA DE INFLAÇÃO



$$\bar{i} = \frac{i - p}{1 + p}, \text{ taxa de juros real.}$$

p = taxa de crescimento do Índice de Preços Atacadistas Não-Agropecuário, INDEC.

primeiros três trimestres de 1979 determinou valores de $t - p$ que mais do que contrabalançaram os componentes positivos. Mais tarde, a redução da diferença entre a taxa de inflação e a taxa de desvalorização coincidiu com o já mencionado incremento do prêmio de risco do crédito externo, determinando em 1980 taxas reais na ordem de 2 ou 3% ao mês.

Se observamos a evolução da produção industrial apresentada na Tabela 10, verificamos uma acentuada correlação com a taxa de juros real. Os níveis de atividade industrial experimentaram um ciclo bem definido em torno de uma tendência de crescimento praticamente nula. No último trimestre de 1977, o *boom* da taxa de juros precipitou uma recessão que se prolongou até o terceiro trimestre de 1978. No quarto trimestre do mesmo ano, teve início uma fase de reativação que se estendeu precisamente até setembro de 1979. Inverteu-se a tendência no último trimestre, marcando o início de uma nova fase de recessão que continuou durante o ano de 1980.

A significativa correlação entre o nível de atividade industrial e a taxa de juros real de curto prazo merece algumas considerações. Primeiramente, as cifras do período das "pautas cambiais" devem ser interpretadas com cautela. A recessão iniciada em fins de 1979 não pode ser atribuída unicamente ao comportamento da taxa de juros real. Neste período começam a ser notados os efeitos da revalorização real do peso sobre a produção industrial. Estes se superpõem os efeitos das altas taxas de juros real. Em segundo lugar, há que se avaliar também a correlação entre a taxa de juros e a demanda no mercado de bens, conforme é sugerido pelas cifras. O mercado financeiro argentino é principalmente um mercado de bônus de curto prazo (depósitos e empréstimos cujos prazos se medem em termos de uns poucos meses e até dias). As expectativas de longo prazo estão sujeitas a um alto grau de incerteza, o que por si só constitui razão suficiente para explicar o receio dos agentes econômicos em assumir compromissos além de um horizonte temporal muito próximo. As altas taxas de inflação que vigoram desde 1975 são uma das principais causas desta incerteza, mas também opera no mesmo sentido a orientação da política governamental, pouco predisposta a enunciar e promover objetivos de desenvolvimento e

TABELA 10

*Evolução do produto bruto industrial**(Índice, base 1973 = 100)*

	1976	1977	1978	1979	1980
1.º Trimestre	89,7	89,6	79,3	92,4	95,3
2.º Trimestre	103,3	105,7	96,5	109,0	101,5
3.º Trimestre	99,1	109,4	99,4	109,7	103,8
4.º Trimestre	101,8	105,8	102,8	108,3	—
Média do Ano	98,5	102,6	94,5	104,9	100,2

FONTE: BCRA, *Estimaciones Trimestrales sobre Oferta y Demanda Global*. A média de 1980 corresponde aos primeiros nove meses.

a comprometer a estabilidade de certos preços relativos. A incerteza que afeta a oferta e procura de ativos financeiros influencia também a demanda de bens, reduzindo a procura de bens de capital. A estagnação em que se encontra a produção industrial desde 1975 é um de seus efeitos. Os bens cuja demanda está correlacionada com a taxa de juros real são demandados como ativos de curto prazo, como depósitos de valor. A gama destes bens é ampla, abrangendo desde estoques de produtos finais e produtos intermediários — no caso da indústria —, até bens de consumo duráveis, como casas e automóveis. Sua demanda é função da relação existente entre expectativas inflacionárias e taxa de juros nominal. O “auge” ocorrido entre fins de 1978 e fins de 1979 baseou-se precisamente no fato de a inflação e as expectativas inflacionárias terem superado a taxa de juros nominal. Essa breve recuperação representou, portanto, um efeito colateral e necessariamente transitório do “atraso cambial” verificado durante este período.

6 — Algumas conclusões

Apesar de suas particularidades (ou talvez graças a elas), a recente experiência argentina permite tirar algumas conclusões significativas do ponto de vista da teoria e da política econômica. As características que temos apontado são o resultado da conjunção das reformas implementadas e das peculiaridades do contexto no qual se desenvolveram os experimentos ensaiados pela política econômica. Nesta perspectiva, os aspectos a serem salientados são o grau de incerteza das expectativas de longo prazo e as altas taxas de inflação. Ambos os fenômenos estavam presentes na economia desde 1975 e desaconselhavam — se não houvesse uma sensível melhoria — a introdução de reformas da amplitude das que foram realizadas. A condução econômica, confiando unilateralmente em seu diagnóstico e desprezando os riscos, empreendeu primeiro a Reforma Financeira e mais tarde a abertura irrestrita aos fluxos de capitais, tentando ainda utilizá-los como instrumentos de curto prazo.

Ao efetuar uma avaliação do processo, constata-se a impossibilidade de isolar os diversos fatores causais. O comportamento do mercado financeiro reage à interação do contexto econômico com os elementos introduzidos pela Reforma, pela abertura financeira e pelo programa antiinflacionário das “pautas cambiais”. Embora seja difícil estabelecer um *ceteris paribus* na análise que permita focalizar a crítica em uma ou outra direção, tentaremos, contudo, separar os diferentes elementos.

Dado que o “enfoque monetário do balanço de pagamento” parece ser a principal doutrina da política econômica argentina desde fins de 1978, apresentamos nossos argumentos a partir de uma crítica ao referido enfoque.

Consideremos novamente a taxa de juros real:

$$\bar{i} = (r + q) + s + (t - p)$$

No “enfoque monetário”, esta taxa ocupa um lugar pouco relevante por duas razões. Em primeiro lugar, o enfoque supõe a doutrina da paridade do poder de compra:

$$t = p - p_x$$

onde p_x é a taxa de inflação internacional.

A equação admite duas interpretações. Num sistema de taxas de câmbio flutuantes, o enfoque prediz a variação da taxa de câmbio. No caso de um país pequeno e com taxa de câmbio administrada — a versão argentina do enfoque — a equação prediz a taxa de inflação interna como:

$$p = t + p_x$$

de modo que:

$$t - p = - p_x$$

Em segundo lugar, o enfoque monetário adota modelos de equilíbrio de longo prazo que tendem a ignorar a incerteza. A livre mobilidade dos capitais entre a economia e o “resto do mundo” é tratada como equivalente à unificação dos mercados de capitais.²⁰

A partir desses dois suportes, s ou é nula ou é um parâmetro constante e $t - p = - p_x$, de modo que a taxa de juros real fica reduzida a:

$$\bar{i} = r - p_x + q$$

que afirma que a taxa de juros real doméstica diferirá da taxa internacional em uma constante. Um modelo que dê destaque ao curto prazo e à política econômica deve admitir a existência e significação de s e a possibilidade de que a taxa de inflação interna seja diferente de $t + p_x$, como bem ilustra a recente experiência argentina. Nesta perspectiva, o papel desempenhado pelo merca-

²⁰ Dois trabalhos realizados em 1979 na linha do “enfoque monetário” ilustram essas características. Cf. Carlos A. Rodriguez e Larry A. Sjaastad, “El Atraso Cambiario en Argentina — Mito o Realidad?”, Documentos de Trabajo n.º 2 (Buenos Aires: CEMA, junho de 1979), e Carlos A. Rodriguez, “Algunas Consideraciones Teóricas sobre la Estabilidad de Reglas Alternativas de Política Cambiaria”, Documentos de Trabajo n.º 4 (Buenos Aires: CEMA, julho de 1979). Mais tarde, ante as evidências proporcionadas pelos acontecimentos de 1980, o “prêmio de risco” da política cambial ganhou destaque, inclusive na análise dos partidários do enfoque monetário. Cf. Pedro Pau, “Las Alternativas Económicas que se Abren en Marzo Próximo”, in *Ambito Financiero, Documento* (Buenos Aires, 6 de outubro de 1980), e Carlos A. Rodriguez e Larry Sjaastad, “Las Claves para el 81”, mesa-redonda in *Mercado*, n.º 585 (Buenos Aires, 18 de dezembro de 1980). Sem dúvida, persistiu-se no erro de atribuir o risco à indefinição das próprias autoridades, ignorando os elementos objetivos — o “atraso” cambial — que conformam a opinião dos agentes econômicos.

do financeiro através da taxa de juros real tende a ocupar um lugar muito mais significativo.

Consideremos, em primeiro lugar, as flutuações da taxa de juros real resultantes da relação entre o processo inflacionário e a taxa de juros nominal. É fato conhecido que a variabilidade das taxas de inflação está relacionada com sua magnitude. Processos de alta inflação, como os da economia argentina, implicam uma alta variância da taxa de inflação. Qualquer que seja a tendência da relação, a variabilidade da taxa de inflação em relação à taxa de juros nominal resulta em flutuações semelhantes na taxa de juros real.²¹

É claro que a crítica implícita nesta afirmação não se dirige especificamente ao caráter "aberto" do mercado financeiro, mas sim à "liberação" das taxas de juros realizada pela Reforma Financeira. Ao renunciar ao controle das taxas de juros e instruir o sistema cambial oficial no sentido de agir segundo os mesmos critérios que o sistema bancário privado, o governo contribuiu para definir o caráter especulativo do mercado financeiro e sua tendência a operar predominantemente no curto prazo.

Num contexto de taxas de juros livres, a abertura financeira tem o efeito de vincular a taxa nominal de juros ao custo do crédito externo. Dificilmente esta ligação pode contribuir para estabilizar o mercado financeiro e a taxa de juros real, o que se justifica ao considerarmos os elementos que definem a taxa de juros real.

Esses elementos são, por um lado, a taxa de juros internacional r e a relação $t - p$. A primeira não foi enfatizada ao longo do presente trabalho porque as flutuações da taxa de juros internacional, apesar de sua magnitude, têm sido pouco significativas em comparação com as flutuações experimentadas pelas variáveis domésticas que definem a taxa de juros. O papel desempenhado pela variabilidade da taxa de juros internacional torna-se relevante, contudo, ao considerar economias com processos inflacionários menos agudos. O elemento $t - p$ evidencia a forma na qual a abertura

²¹ Este não é o único efeito significativo para a alocação de recursos. Uma alta taxa de inflação implica também uma grande variabilidade de preços relativos. A taxa de juros é ainda mais instável em relação aos preços de diferentes classes de bens e ativos que em relação ao nível agregado de preços.

financeira “ata” a taxa de juros à política cambial. A possibilidade de estabilizar a taxa de juros real depende da possibilidade de estabilizar a taxa de câmbio real, dado que as flutuações desta se transmitem à taxa de juros. Mais importante ainda é o fato de que a taxa de juros nominal não depende da política cambial atual, mas da expectativa a respeito da taxa de câmbio futura.

A volatilidade de s impõe um atributo semelhante à taxa de juros doméstica, ao fluxo de crédito e ao nível das reservas, o que acarreta sérias conseqüências para um programa que se propõe utilizar a taxa de câmbio como um instrumento antiinflacionário. É ingênuo supor que a incerteza das expectativas sobre a taxa de câmbio dependa somente da ênfase com que o governo anuncia o programa cambial. Em nossa interpretação do mercado financeiro durante 1979 e 1980, está implícita a hipótese de que os agentes econômicos avaliam o curso da política cambial e baseiam suas expectativas nessa avaliação. A avaliação que os agentes fizeram da relação taxa de câmbio/preços internos levou a um aumento do prêmio de risco, antes mesmo que o “atraso cambiário” mostrasse seus efeitos sobre a conta corrente e o nível de atividade. Esta é uma maneira perfeitamente “racional” de formar expectativas. A incerteza depende, provavelmente, de um conjunto complexo de circunstâncias, entre as quais se encontram o nível e a tendência da taxa de câmbio real, o estado do balanço em conta corrente, o nível e a tendência das reservas e o nível de atividade da economia (na medida em que este último dependa da taxa de câmbio real e assim seja percebido pelos agentes). *Pari passu* com o “atraso cambiário”, a emergência do *deficit* em conta corrente e a recessão, o prêmio de risco tenderá a se elevar e a se tornar mais volátil. A incerteza está submetida à tensão e sujeita ao aparecimento de “notícias” que permitam melhorar as conjecturas a respeito da continuidade das “pautas cambiais”. A taxa de juros está sujeita a estas influências. E, além disso, se o governo quer minimizar a ocorrência de flutuações bruscas no nível das reservas face às mudanças nas correntes de opinião, deve acelerar os movimentos da taxa de juros a fim de evitar o aparecimento de processos cumulativos.

A instabilidade e volatilidade que s introduz na taxa de juros poderiam ser pouco significativas caso o prêmio de risco fosse rela-

tivamente pequeno, mas no caso argentino a evidência mostra o contrário. Na primeira fase do programa, quando o grau de incerteza era o menor possível, o prêmio de risco situou-se em 1% ao mês, equivalente a 14% da taxa de juros nominal e a 60% da taxa de juros real média do período.

A taxa de juros real é volátil e flutuante ao longo de todo o programa antiinflacionário, mas pode assumir valores negativos em função da magnitude do "atraso cambiário" (se $p - t > r + q + s$). Quando a taxa de inflação doméstica aproxima-se da taxa de desvalorização somada à inflação internacional, os *deficits* em conta corrente, os efeitos recessivos e as evidências de "atraso cambiário" determinam um grau máximo de incerteza, atingindo o seu nível mais elevado e mais instável. Neste momento, as altas taxas de juros real coexistem com a máxima volatilidade dos fluxos de crédito e do nível das reservas. Aos efeitos recessivos induzidos pela revalorização real do peso somam-se os efeitos recessivos das altas taxas de juros.

Do lado da alocação de recursos, uma taxa de juros alta e instável induz uma preferência pela liquidez, um movimento na direção de ativos de curto prazo e elevada liquidez, que exclui boa parte dos investimentos em ativos fixos de longo prazo responsáveis, em última instância, pelo crescimento da produção e do nível de emprego.²²

De forma geral, algumas de nossas conclusões podem exceder o marco da crítica ao programa antiinflacionário. Como já assinalamos, as características apontadas no mercado financeiro são o resul-

²² Não se deve inferir deste fato que a estabilização da taxa de juros no curto prazo seria suficiente para impulsionar o crescimento da economia. Como vimos acima, questões mais gerais, como a indefinição de uma estratégia de desenvolvimento, estão afetando os investimentos e o financiamento de longo prazo. A justificativa teórica para a implantação da Reforma Financeira destacou os estímulos à poupança e ao investimento e a maior eficiência na alocação de recursos que resultariam dessa mudança institucional. É claro que a concretização destes objetivos requer a constituição de um mercado de bônus de longo prazo. A virtual inexistência deste mercado e a debilidade da acumulação de capital produtivo são o resultado da incerteza que envolve as expectativas de longo prazo por causa das altas taxas de inflação e da própria política econômica. A discussão desses aspectos ultrapassa os objetivos deste trabalho. Nossa argumentação é que, ainda sem considerar esses outros fatores, o comportamento do mercado financeiro é *per se* condição suficiente para desestimular os investimentos em ativos de longo prazo.

tado da conjugação das reformas institucionais com um processo de alta inflação. Neste contexto, parecem escassas as possibilidades de que uma política de curto prazo consiga manipular com precisão a taxa de câmbio e a oferta doméstica de crédito, de modo a minimizar a incerteza e a volatilidade que afetam a taxa de juros e as reservas. Poder-se-ia argumentar que esses problemas, na medida em que são um resultado das altas taxas de inflação, deverão perder no futuro toda significação. Tal parece ser a mensagem implícita do "enfoque monetário", quando ignora o curto prazo e focaliza-se no equilíbrio de longo prazo. Restringindo-nos a prazos mais acessíveis à predição histórica, esta suposição parece não proceder, ainda que se presuma uma redução significativa da inflação. A economia argentina, tal como outras economias periféricas, experimentou um processo inflacionário crônico desde o pós-guerra, estando passível de freqüentes e abruptas mudanças na política econômica e com um crescimento espasmódico e caracterizado por fortes oscilações. Mas, acima de todas estas circunstâncias, a economia argentina, assim como boa parte dos países da periferia, tem sofrido os tradicionais problemas de balanço de pagamentos. Na medida em que esses antecedentes são incorporados pelos agentes e influenciam seu processo decisório, a instabilidade econômica e política constitui-se num componente estrutural da economia e contribui, junto com a maior ou menor confiabilidade das expectativas do momento, para a manutenção de níveis relativamente altos de incerteza. Se este é o caso, a "liberação" do mercado financeiro e a "abertura" irrestrita restringem os graus de liberdade da política econômica e constituem-se em poderosos obstáculos ao crescimento.

(Originais recebidos em abril de 1981.)