

# O programa de estabilização mexicano: um balanço de três anos

MANUEL SÁNCHEZ\*

*A instabilidade vivida pelo México em 1987 foi uma indicação de que eram insustentáveis as políticas financeira e cambial. O problema fiscal era a causa central da síndrome inflacionária. O objetivo do Pacto Mexicano foi o de reduzir a inflação ao mesmo tempo que evitava graves custos sociais. Para alcançar esta meta, foi utilizada a disciplina fiscal para reduzir as taxas de juros e, assim, diminuir as necessidades financeiras do governo. Outras medidas complementares, tais como controles de preços negociados por setor, ajudaram a evitar a recessão. Os resultados do programa de estabilização foram positivos sobretudo em termos da inflação e da renda per capita. Tal ambiente resultou na recuperação da credibilidade do programa que se refletiu na recente acumulação de reservas internacionais. Não obstante, dois problemas merecem atenção especial: de um lado, os benefícios dos controles de preços são apenas temporários e podem ser contrarrestados por inconsistências causadas pelo grau de arbítrio utilizado em sua administração; e, de outro, ocorreu entre 1988 e 1990 um acúmulo real da dívida pública, e tanto a dívida externa como a interna permanecem altas. Finalmente, dois riscos a serem considerados são a pressão inflacionária gerada pelos influxos recentes de capital e a administração da taxa de câmbio, a qual tem efeitos sobre a capacidade de sustentação desses influxos no futuro.*

## 1 - Introdução

Em dezembro de 1987 o México deu início a um programa de estabilização denominado "Pacto de Solidaridad Económica", que combinou medidas tradicionais e não-tradicionais com a finalidade única de reduzir rapidamente a inflação. O programa foi especial não apenas pela incorporação de políticas "heterodoxas", mas também pela sua definição em função de uma única meta, diferentemente das tentativas de estabilização anteriormente feitas. Desde aquele momento, o Pacto evoluiu, admitindo reajustes no manejo dos instrumentos de política econômica, sem modificar, entretanto, seu caráter de programa essencialmente antiinflacionário. Depois de três anos de vigência, torna-se oportuno avaliar os progressos conseguidos, especialmente no que tange às bases para se consolidar a contenção da inflação. Neste artigo, identificam-se algumas condições para que o Pacto possa garantir que a estabilidade seja sustentável.

---

Nota do Editor: Tradução não revista pelo autor.

\*Do Instituto Tecnológico Autónomo de México.

## 2 - Antecedentes

Em 1987, a economia mexicana sofria o processo de instabilidade mais agudo de sua história no pós-guerra. Os sintomas da doença são amplamente conhecidos: desvalorização sistemática da taxa cambial, especulação nas bolsas, defasagens nas taxas de juros bancárias, inflação ascendente, fuga maciça de capitais e a retirada do Banco do México do mercado de câmbio livre. A inflação recorde de 160% registrada nesse ano explicita o caráter insustentável das políticas financeira e cambial que foram postas em prática para se adequar às necessidades de recursos externos, agravadas pelo choque do petróleo de 1986. Em especial, a indexação parcial da taxa de câmbio ao nível geral de preços fazia com que a política monetária se acomodasse à entrada de divisas, realimentando perniciosamente a inflação.

Em uma interpretação mais profunda, a síndrome inflacionária mostrou que não estava resolvido aquilo que Luiz Carlos Bresser Pereira<sup>1</sup> caracterizou como a "Crise Fiscal" dos países latino-americanos, cujos ingredientes são: *a*) elevado déficit do setor público; *b*) poupança pública negativa; *c*) dívida pública excessiva (externa e interna); *d*) escassa disponibilidade de recursos para financiar o governo; e *e*) falta de credibilidade do governo. Neste contexto, destaca-se o problema da *dívida pública*, já que ele reflete e explica, em boa medida, a presença dos demais elementos.

Nessas circunstâncias, o México necessitava conceber um plano de estabilização capaz de atacar a fundo os problemas, sem incorrer em custos sociais desproporcionais que pusessem em perigo a viabilidade do programa. Em princípio, podia-se considerar duas alternativas: reduzir de uma só vez a dívida pública (interna e externa) através da adoção de medidas unilaterais, com a expectativa de que a posição "mais sólida" do governo restabeleceria a confiança na moeda, no estado e na economia; ou então buscar o apoio dos credores externos e dos investidores, para renegociar a dívida externa e atrair financiamento do exterior. Em diversas ocasiões, o Brasil e a Argentina adotaram variações da primeira estratégia, embora os resultados obtidos fossem desastrosos. A estratégia seguida pelo México obedece mais ao segundo enfoque, complementado com a participação ativa de todos os setores no Pacto.

O enfoque adotado pelo México justificava-se por vários motivos: em primeiro lugar, era desejável que o país capitalizasse a reputação de pagador pontual da sua dívida externa, que havia adquirido perante a comunidade financeira internacional no decorrer dos últimos anos, para partir em busca de uma renegociação significativa; em segundo, estava claro que um eventual "congelamento" da dívida interna implicaria um retrocesso em termos de credibilidade à situação prevalecente em 1982; e, em terceiro, era desejável edificar um programa que não debilitasse as mudanças estruturais introduzidas desde 1983: a reforma do Estado que se refletia na modernização do sistema tributário, a manutenção de um superávit primário, o início do processo de privatização, bem como a abertura comercial significativa iniciada em 1985.

---

<sup>1</sup> Ver o trabalho de Bresser Pereira neste número da *PPE*.

Além disso, a primeira opção parecia inferior, já que o México não se encontrava numa situação desesperada: *a*) o governo do presidente De la Madrid havia recuperado uma credibilidade substancial ao longo da sua administração; *b*) o crescimento dos preços ainda não atingia índices hiperinflacionários, o que tornava relativamente mais fácil sua redução; e *c*) em dezembro de 1987, o país contava com o nível de reservas cambiais mais elevado da história recente (US\$ 13.714,9 milhões) para fazer face aos problemas de financiamento durante as primeiras fases do plano.

### 3 - Objetivos e instrumentos

Desde o começo, o objetivo do Pacto foi reduzir *rapidamente* a inflação e mantê-la em níveis mínimos, sem incorrer em graves custos sociais como desemprego e queda da renda real. Imediatamente, as autoridades declararam que a meta desejada era uma inflação comparável à dos países industrializados, embora tenha sido evidente que isto não pôde ser conseguido sem sacrificar em alguma medida o bem-estar social.

A base da política econômica dentro do programa consistiu num esforço adicional na questão da disciplina fiscal, que busca, com o restante do conjunto das políticas — em especial a renegociação da dívida externa —, induzir uma diminuição substancial nas taxas de juros internas e, portanto, restringir ao máximo o uso do imposto inflacionário como meio de financiamento. Medidas complementares incluíram a ampliação das reformas estruturais, a restrição temporária do crédito e as políticas “heterodoxas” ou “de rendas”, que consistem em controles coordenados dos preços-chave como as tarifas públicas, os salários e a taxa de câmbio.

A justificativa para o controle de preços teve como ponto de partida o diagnóstico oficial segundo o qual em 1987 a inflação continha um importante componente inercial, cuja brusca eliminação exigia a implementação de mecanismos de coordenação para a determinação dos diversos preços e a formação de expectativas. Na presença de contratos justapostos definidos em função da inflação passada, os preços-chave atuam como “âncoras nominais” para romper a inércia. Adicionalmente, espera-se que a abertura comercial imponha um teto para os preços dos bens comerciais, sugerindo uma eventual *redundância* dos controles de preços, pelo menos para estes setores.

O programa incluiu acordos gerais entre o governo e os setores do operariado, empresariado e campesinato para determinar os rumos da política econômica, bem como compromissos específicos na questão dos preços-chave. Até o momento, realizaram-se 10 acordos gerais, cujo prazo médio de vigência passou de três meses em 1988 para oito meses em 1990, refletindo, portanto, condições mais favoráveis no que tange à coordenação de expectativas.

## 4 - Fases e desinflação

De forma ampla, pode-se distinguir três fases do programa no que se refere às principais medidas e instrumentos implementados no decorrer dos últimos três anos:

*Fase I: Abertura e ajuste-congelamento das "âncoras nominais"*. Esta etapa, que abrange aproximadamente o período de dezembro de 1987 até outubro de 1988, iniciou-se com uma importante retirada de barreiras ao comércio exterior, o alinhamento dos "preços-chave" e a severa restrição ao crédito bancário, que estendeu-se por alguns meses. Em março de 1988, fixou-se a taxa de câmbio, os preços dos serviços públicos e o salário mínimo (depois de um modesto aumento deste último). Entretanto, em meados do ano, abandonou-se a restrição ao crédito, tendo em vista a excessiva desintermediação bancária que ocorreu em consequência do desequilíbrio existente entre os regulamentos aplicáveis aos diversos intermediários financeiros.

*Fase II: Renegociação da dívida externa, desregulamentação e volta a minidesvalorizações do câmbio*. Esta etapa, que compreende aproximadamente o intervalo de novembro de 1988 até o terceiro trimestre de 1989, distingue-se pela ênfase que o presidente recém-eleito, Carlos Salinas, coloca na redução das transferências de recursos para o exterior como pré-requisito para o crescimento, desenvolvendo-se, nesse sentido, a maior parte da renegociação da dívida externa. Além disso, iniciam-se três processos de reformas que possibilitam melhores condições para a retomada do crescimento: a liberalização do sistema bancário, a desregulamentação de diversos setores produtivos (mediante a retirada de barreiras à entrada dos concorrentes) e a modificação das regulamentações que regem os investimentos estrangeiros. No entanto, em resposta à brutal perda de reservas registrada no primeiro ano do Pacto, tornou-se necessário abandonar a política de taxa de câmbio fixa, introduzindo-se uma regra de desvalorização da taxa de câmbio para reforçar a competitividade do peso mexicano — uma reação análoga àquela registrada em 1985.

*Fase III: Flexibilização de preços e menores reajustes do câmbio*. Observou-se, desde o quarto trimestre de 1989, uma maior freqüência na revisão de todos os preços administrados, privados e públicos. Tendo em vista a rigidez dos controles, recorreu-se a revisões criteriosas de preços administrados, através de acordos entre empresários e governo, realizados por setor e, posteriormente, envolvendo relações intersetoriais. Além disso, a partir de 1990 reduziu-se à metade a taxa de reajuste cambial, como consequência do diagnóstico oficial de que uma grande parte da inflação interna era causada pelo componente importado. Assim, confirma-se a intenção de as autoridades retomarem uma política de taxa de câmbio fixa como *precondição* para reduzir as taxas de inflação a níveis internacionais.

Como nas outras experiências de estabilização em que se utilizaram controles de preços, os resultados do programa mexicano em matéria de contenção da inflação foram espetaculares durante as duas primeiras fases: em 20 meses, a inflação reduziu-se em mais de 140 pontos, com a taxa anual caindo de 159,2% em dezembro de 1987 para 16,8% em agosto de 1989; a inflação média mensal foi de 1,4% na segunda fase. No entanto, os resultados começam a ser menos animadores quando se analisa a terceira fase, já que durante a mesma a taxa anual de inflação foi

TABELA 1  
Inflação e crescimento

(Em %)

Período	Inflação		Crescimento do PIB <i>per capita</i>
	Acumulada	Média mensal	
1983	80,8	5,1	-6,3
1984	59,2	4,0	1,4
1985	63,7	4,2	0,5
1986	105,7	6,2	-5,9
1987	159,2	8,3	-0,6
1988	51,7	3,6	-0,6
I	31,5	9,6	
II	7,2	2,3	
III	3,2	1,1	
IV	4,2	1,4	
1989	19,7	1,5	1,0
I	5,0	1,6	
II	4,1	1,4	
III	2,9	1,0	
IV	6,4	2,1	
1990	29,9	2,2	1,0
I	9,1	3,0	
II	5,6	1,8	
III	5,0	1,6	
IV	7,4	2,4	

FONTE: CAIE, com informações fornecidas pelo Banxico.

aumentando constantemente, atingindo 29,9% em dezembro de 1990. A elevação da inflação parece que se deve principalmente às substanciais revisões dos preços administrados (que refletem a inflação reprimida durante as etapas anteriores), como também à pressão da demanda privada que decorre do aparente excesso de liquidez na economia (resultante da liberalização do crédito e da monetização de reservas internacionais).

No que tange à atividade econômica, é preciso destacar a recuperação observada no PIB *per capita* e a manutenção do crescimento do emprego nos últimos anos. Embora modesto, o dinamismo desses indicadores apresenta-se favorável quando comparado com a experiência de estabilização de 1983, que, como o primeiro ajuste abrupto para corrigir os desequilíbrios fiscais acumulados durante anos, causou uma profunda recessão.

Além disso, o maior crescimento da renda *per capita* durante o Pacto foi possível graças, em parte, à implementação da política “de rendas”, que por algum tempo atenuou os efeitos recessivos das medidas de austeridade fiscal. Os controles de preços, diminuindo as margens de lucros de empresas com poder de monopólio, podem propiciar maiores níveis de atividade econômica,<sup>2</sup> na presença de significativas imperfeições de mercados. Por outro lado, não se geraram pressões inflacionárias porque foram contidos, simultaneamente, a taxa de câmbio e os salários. Mesmo que esta explicação tenha um caráter estático, os efeitos previstos dos controles de preços, ao que parece, distribuíram-se no tempo. Os acordos de preços demonstraram ser um mecanismo útil para quebrar a inércia inflacionária, como se evidencia pela redução da variabilidade dos preços relativos observada na duas primeiras fases do programa.

## 5 - Pacto e liberalização

Como se sabe, os benefícios dos controles de preços são *temporários*, sendo contrabalançados pelos efeitos negativos dos problemas que atualmente caracterizam o mecanismo de acordos de preços.

Primeiro, as contínuas solicitações de revisão tornaram o processo de ajuste de preços cada vez mais arbitrário. Sem dúvida, o poder de barganha das diferentes empresas incide sobre a revisão dos preços, sem necessariamente garantir um resultado *eficiente*. Além disso, embora a administração dos preços tenha se sofisticado para admitir diferenciais entre as regiões e desta forma levar em consideração custos de transporte e de distribuição, o processo é suscetível de discrepâncias entre estados vizinhos devido à ausência de coordenação e à imprecisão nas atribuições dos organismos regionais de controle.

Segundo, é difícil justificar a manutenção dos controles sobre bens *tradeables* que enfrentam concorrência externa, pois isto implica discriminação contra os produtores domésticos: os preços oficiais para os produtos nacionais impõem uma desvantagem em relação aos produtos de proveniência do exterior, toda vez que não se consegue administrar os preços dos últimos nas proximidades dos preços internacionais. Esta discriminação deixa clara a contradição entre a *premissa* de que a abertura imporá “a lei de um único preço” para os bens *tradeables* e a *prática* de impor controles (coordenados) para estes bens. Assim, alguns preços de bens exportáveis situam-se abaixo dos preços internacionais.

Terceiro, argumenta-se, às vezes, que os controles de preços não produzem distorções na economia quando os “índices de escassez” oficiais mantêm-se baixos e que revisões são oportunamente feitas quando estes índices aumentam. Cabe, no entanto, assinalar que um índice de escassez reduzido não implica *necessariamente* a ausência de distorções caso a abertura comercial permita abastecer o país daqueles

---

2 Ver Elhanan Helpman, *Macroeconomic effects of price controls: the role of market structure*, NBER, nov. 1987 (Working Paper, 2.434).

bens que estão deixando de ser produzidos internamente por alguma desvantagem comparativa (como no caso do preço controlado).

Dadas as inconveniências apontadas acima, por que se continua a utilizar a administração de preços como mecanismo antiinflacionário? Uma resposta possível seria que não existem teorias sobre como abandonar os controles, nem experiências bem-sucedidas de liberalização de preços em países que fizeram uso deste instrumento como elemento essencial em seus programas de estabilização. Deste ponto de vista, contudo, não se pode abandonar o controle de preços sem deixar de enfrentar a incerteza de um agravamento permanente da inflação.

Uma resposta alternativa seria que a administração de preços se converte em preocupação secundária desde que a inércia tenha sido combatida suficientemente e todos os elementos fundamentais para a estabilização tenham sido atendidos. Vista por este ângulo, a “tecnologia” da liberalização de preços converte-se em problema secundário, já que a menor inércia e os fundamentos macroeconômicos garantiriam que qualquer aumento da inflação fosse provisório e que, portanto, a estabilização se consolidasse sem necessidade de recorrer aos controles. Na nossa opinião, a permanência de alguns elementos da “Crise Fiscal” explica, em grande parte, o temor de se prescindir totalmente dos controles coordenados de preços.

## 6 - Retiraram-se todos os elementos da “Crise Fiscal”?

Para responder a esta pergunta, deve-se fazer uma distinção entre a *tendência* e o *nível médio* observados nos três últimos anos para os indicadores básicos para a caracterização da “Crise Fiscal”. Esta distinção permite analisar: *a)* se a economia está se distanciando dos problemas; e *b)* se os efeitos acumulados são positivos.

Note-se, primeiro, que o êxito mais significativo para embasar a estabilização consistiu na redução das necessidades financeiras do governo em mais de 12 pontos percentuais do PIB ao longo dos três últimos anos. A melhoria nas finanças públicas torna-se mais evidente quando se considera o elevado superávit primário conseguido durante o Pacto — que reflete um considerável esforço fiscal — e a redução nos pagamentos de juros que têm como resultados o superávit operacional em 1990 e o reduzido imposto inflacionário dos últimos dois anos. Apesar desta tendência, deve ser assinalado que durante o período 1988/89 o saldo operacional do setor público foi negativo, e a soma destes déficits foi superior ao superávit operacional de 1990, de tal forma que nos últimos três anos acumulou-se a dívida pública, em termos reais.

Segundo, se examinarmos a evolução das finanças públicas ao longo do Pacto, observa-se que a *poupança* financeira do governo (definida grosseiramente como a diferença entre entrada de recursos financeiros e quaisquer gastos correntes incluídos os juros) tem sido *negativa*, embora decrescente em valores absolutos. Isto explica, em boa parte, o fato de que os níveis de participação do investimento público no PIB tenham permanecido baixos e as dificuldades existentes para que o governo assumia um papel mais ativo em termos de investimentos com elevada rentabilidade social.

TABELA 2  
Déficit operacional

	(% do PIB)			
	1983/87	1988	1989	1990
Saldo primário	3,7	8,1	8,3	7,5
- Juros reais				
Dívida não-monetária				
em moeda nacional	1,8	8,4	6,9	4,2 <sup>a</sup>
- Juros da dívida				
em moeda estrangeira	5,1	3,8	3,6	2,0 <sup>a</sup>
+ Imposto inflacionário	2,8	1,4	0,6	1,0 <sup>a</sup>
Saldo operacional	-0,3	-2,7	-1,6	2,3

FONTE: CAIE, com informações fornecidas pelo Banxico e pelo DGPH.

<sup>a</sup>Estimativas próprias.

Terceiro, observe-se que, como proporção do PIB, a dívida pública externa foi diminuindo enquanto que a interna não apresenta um padrão definido. Em termos históricos, contudo, estas duas proporções parecem ainda elevadas, o que se confirma pela vulnerabilidade do setor público às flutuações nas taxas de juros de mercado.

Quarto, existe evidência de maior *disponibilidade de financiamento* para o governo com o aumento no prazo médio de vencimento da dívida pública, prazo este que em 1990 foi seis vezes superior àquele que se observou em 1987. Mais ainda, o prazo médio dos últimos três anos superou o observado em 1983/87.

Quinto, a evolução favorável registrada na conta de capitais durante 1989/90 poderia ser interpretada como um indicador da recuperação da *credibilidade* no programa governamental, em relação à situação de deterioração observada em 1988. Cabe notar, ademais, que os fluxos cumulativos da conta de capitais nos últimos três anos foram positivos.

A análise anterior sugere um balanço claramente positivo tanto no que se refere ao desempenho acumulado como à tendência demonstrada pelos indicadores de disponibilidade de financiamento para o governo e de credibilidade do programa de estabilização. Esta evolução não é tão clara quando se examinam as poupanças públicas, que foram negativas, embora apresentem uma tendência favorável, e o saldo operacional, cuja tendência crescente não impediu que houvesse uma acumulação real da dívida. Finalmente, o indicador que parece geralmente menos favorável é a *dívida pública*, o qual não deve surpreender, já que nesta variável se resume todo o desequilíbrio acumulado e os aspectos negativos anteriores.

O diagnóstico acima torna relevante algumas alternativas que o governo pode adotar para reduzir sua dívida e, desse modo, sua exposição às flutuações nas taxas de juros. Com relação à dívida interna, pode-se considerar o fomento de instrumen-

TABELA 3  
*Atividade econômica e poupanças públicas*

(% PIB)

Ano	Poupanças financeiras públicas	Investimento público	Investimento privado
1983	-3,3	6,6	11,0
1984	-3,5	6,6	11,3
1985	-4,9	6,6	12,5
1986	-11,3	6,5	12,9
1987	-11,7	6,0	12,4
1988	-7,9	6,1	13,0
1989	-2,3	6,0	13,7
1990	-0,1	7,3	14,2

FONTE: CAIE, com informações fornecidas pela SPP, DGPH e Banco de México.

TABELA 4  
*Dívida pública*

(% do PIB)

Ano	Interna	Externa
1980	13,8	17,6
1981	15,5	22,7
1982	15,7	49,1
1983	16,6	61,0
1984	16,9	54,2
1985	16,2	52,6
1986	18,8	76,6
1987	15,2	73,6
1988	16,8	59,1
1989	20,0	48,6
1990	18,7	40,9

FONTE: CAIE, com informações fornecidas pelo DGPH.

tos com taxas de juros fixas ou relativamente estáveis (como as proporcionadas pelos *Tesobonos*, indexadas à taxa de câmbio livre). A desvantagem deste tipo de instrumento é o prêmio elevado que o governo provavelmente teria de pagar para torná-los suficientemente atraentes, que em valor presente dificilmente atenderia ao objetivo

final de redução do endividamento. Uma opção mais promissora consistiria na compra de dívida interna utilizando-se dos recursos proporcionados pela venda de ativos das empresas públicas. Esta opção poderia oferecer benefícios não apenas *presentes*, mas também *futuros*, já que uma dívida interna menor reduziria a vulnerabilidade governamental à variabilidade das taxas de juros. Para que isto tenha êxito, contudo, é necessário que o incremento na eficiência decorrente da privatização, que se reflete no preço de venda dos ativos, mais que compense, em termos de valor presente, os maiores déficits futuros decorrentes da perda desses ativos. No entanto, nos casos em que a privatização se realiza mediante recursos obtidos no exterior, este mecanismo poderia acarretar uma pressão transitória — que deve ser levada em conta — sobre a inflação.

Uma terceira alternativa seria investir os recursos obtidos com a privatização em fundos com altos rendimentos, para contrabalançar o efeito de possíveis flutuações nas taxas de juros. Embora este fundo possa ser considerado equivalente, em valor presente, a uma redução do endividamento, ele possui a desvantagem de estar orientado estritamente para prover liquidez ao governo em casos problemáticos, mas não para reduzir seus gastos financeiros. Por outro lado, a vantagem deste instrumento é que ele tem a capacidade de eliminar o risco inflacionário dado que o investimento pode ser feito no exterior.

Em matéria de dívida externa, a opção a se considerar é o prosseguimento das operações de desconto nos mercados internacionais, embora isto também possa acarretar pressão inflacionária caso seja realizado através de *swaps*.

## 7 - Problemas adicionais a serem resolvidos

Além dos desafios atuais no que se refere à redução da dívida, o governo deverá enfrentar dois riscos adicionais no futuro imediato. O primeiro deles refere-se aos rumos da política cambial, a qual funcionou, durante a maior parte do programa, como instrumento *antiinflacionário*, reduzindo-se os subsídios cambiais para as exportações. A política seguida até o momento parece obedecer à convicção das autoridades de que os benefícios provenientes de uma política cambial conservadora como sinal de compromisso governamental de reduzir a inflação são superiores aos de se utilizar ativamente a taxa de câmbio, já que esta segunda opção aparentemente legitimaria as dúvidas existentes sobre a viabilidade das regras adotadas.

No entanto, a estratégia de se identificar a redução dos reajustes cambiais como *precondição* da estabilidade é, sem dúvida, arriscada, principalmente se levarmos em consideração que o nível médio de reservas internacionais em 1988, 1989 e 1990 representou respectivamente 35, 29 e 33% das importações anuais, proporções estas significativamente inferiores àquelas ocorridas em qualquer ano do período 1983/87. Os níveis relativos inferiores das reservas são um reflexo do auge das importações e do surgimento de um déficit comercial importante.

Contudo, não é possível se chegar a uma conclusão definitiva sobre a taxa de câmbio real. Embora tenha ocorrido uma importante valorização real nos últimos meses, esta não é inconsistente com a recuperação que, no mesmo período, verifi-

cou-se nos termos de troca do México com o resto do mundo. De qualquer forma, a necessidade de se desvalorizar o peso mexicano em termos reais dependerá, como em 1985 e 1988, da situação da conta de capital, que reflete, entre outras coisas, a percepção que o público tem da coerência global de todas as medidas do programa (não apenas da taxa de câmbio).

Um segundo risco apresentado pelo programa econômico refere-se ao caráter acomodatício da política monetária, sugerido pelo crescente dinamismo do agregado monetário mais restrito (M1). A julgar pelas pressões de demanda presentes em diversos setores da economia, parece estar havendo algum excesso não desejado de liquidez, que se traduz nos aumentos de preços dos bens domésticos e nos serviços do setor privado. Devido a isto, parece necessária uma política monetária restritiva para garantir a estabilização do índice de crescimento dos meios de pagamento.

## 8 - Conclusões

Neste artigo, derivamos várias conclusões interessantes. Primeiro, o balanço de resultados do programa de estabilização mexicano é favorável, tendo em vista a espetacular redução da inflação durante as duas primeiras fases e os níveis ainda moderados que se mantiveram na terceira fase. Por sua vez, a redução da inflação implicou uma contração mínima da renda *per capita*, graças aos efeitos “amortecedores” que, temporariamente, resultaram das políticas de controles sobre a atividade econômica.

Segundo, a continuação do mecanismo de coordenação de preços parece refletir a observação de que, a fim de se consolidar a estabilidade, ainda é necessário superar alguns obstáculos que enfraquecem a situação fiscal, especialmente no que se refere à evolução e ao nível da *dívida pública*. Como alternativa promissora, pode-se considerar a utilização de receitas fiscais extraordinárias para diminuir o montante da dívida interna ou para se criar um fundo de “contingências” contra flutuações nas taxas de juros.

Finalmente, além dos desafios da redução da dívida, o governo terá de manter estreita vigilância dos riscos representados pela valorização real observada na taxa de câmbio e na implementação de uma política monetária, aparentemente acomodatícia. Cabe apontar, no entanto, que, assim como aconteceu em 1989, um possível incremento na desvalorização cambial *não significaria o fim* do programa de estabilização, mas, na verdade, um ajuste oportuno para prosseguir no esforço de se atingirem os níveis de inflação dos países industrializados.

### Abstract

*The instability experienced by Mexico in 1987 was a manifestation that financial and exchange-rate policies were unsustainable. The fiscal problem was the central cause of the inflationary syndrome. The objective of the Mexican Pact has been to reduce inflation while avoiding grave*

*social costs. To achieve this end, fiscal discipline has been used to bring interest rates and, hence, reducing the government's financial needs. Other complementary measures such as sectorially-negotiated price controls have helped avoid recession. Overall, the results of the stabilization program have been favorable in terms of inflation and per capita income. This environment has resulted in a recovery in the credibility of the program reflected in the recent accumulation of international reserves. Nevertheless, two problems deserve special attention. On the one hand, the benefits of price controls are only temporary and may be offset by inconsistencies caused by the level of discretion used to administer them. On the other, from 1988 to 1990 there was a real accumulation of public debt and both foreign and domestic debt remain high. Finally, two risks to be considered are the inflationary pressure caused by recent capital inflows, and the exchange rate management which bears on the sustainability of these flows in the future.*