

As relações financeiras na economia argentina *

MARIO DAMILL **
JOSÉ MARÍA FANELLI **
ROBERTO FRENKEL **
GUILLERMO ROZENWURCEL **

O traço mais notável da economia argentina, durante a última década, tem sido sua extrema instabilidade, que tem afetado tanto seu desempenho de curto prazo como suas condições de funcionamento de longo prazo. O objetivo deste trabalho é descrever alguns dos resultados mais importantes de pesquisas desenvolvidas sobre as relações financeiras na economia argentina do período que se inicia em junho de 1975 e vai até meados de 1985. Seu propósito não é, no entanto, apenas descritivo, pretendendo-se — ao mesmo tempo — destacar sua especificidade teórica em relação às economias desenvolvidas e, ainda, apresentar algumas reflexões sobre os meios mais adequados para abordar a análise das relações mencionadas.

1 — Introdução

O traço talvez mais notável da economia argentina, durante a última década, tem sido sua extrema *instabilidade*. Esta característica pode ser associada a duas circunstâncias: a dimensão alcançada pelo fenômeno inflacionário desde o choque produzido em junho de 1975, batizado de “Rodrigazo”, em alusão ao ministro da economia daquela época; e os efeitos da experiência fracassada de liberalização e abertura financeira, posta em prática entre 1977 e 1981, como resultado da influência teórica do enfoque monetário do balanço de pagamentos.

Levando-se em conta a influência decisiva dos fenômenos financeiros sobre a instabilidade econômica que permeia a última década, este trabalho propõe-se a resumir alguns dos principais resultados de pesquisas desenvolvidas na área de economia do Cedes, sobre a questão financeira na economia argentina, para o período que se iniciou em junho de 1975 e terminou em meados de 1985, com a instauração do Plano Austral.

Nota do Editor: Tradução não revista pelos autores.

* Este trabalho é uma versão abreviada de um artigo mais extenso concluído em dezembro de 1986.

** Do Centro de Estudios de Estado y Sociedad, Buenos Aires.

Vale a pena destacar, no entanto, que o propósito principal deste trabalho não é descritivo. O que se pretende, acima de tudo, é analisar certas características das relações financeiras desenvolvidas na economia argentina durante a última década e consideradas relevantes para uma melhor compreensão das condições de seu funcionamento, particularmente de sua *especificidade teórica* em relação às economias mais desenvolvidas. Neste sentido, pode-se dizer que os autores fazem sua seguinte afirmação:

“Monetary theory is less abstract than most economic theory; it cannot avoid a relation to reality, which in other economic theory is sometimes missing. It belongs to monetary history, in a way that economic theory does not always belong to economic history” [Hicks (1974, p. 156)].

Quanto à apresentação deste estudo, ele foi organizado em quatro partes, a partir desta introdução. A Seção 2 mostra o desempenho da poupança e do investimento ao longo da última década, atualizando e reelaborando os trabalhos apresentados por Fanelli (1984). A Seção 3 analisa as origens do endividamento externo argentino, dando atenção especial ao papel desempenhado pela alta inflação e pela incerteza das expectativas quando foi desencadeada a crise financeira e cambial de 1980/81. A análise é baseada nos trabalhos de Frenkel (1983 e 1986) e de Damill e Frenkel (1985). A Seção 4 discute os traços principais de funcionamento da economia, após a crise do modelo de abertura. Para tanto, a discussão desenvolve-se a partir dos trabalhos de Frenkel e Fanelli (1986a e 1986b) e de Rozenwurcel (1986a e 1986b). Finalmente, a Seção 5 apresenta algumas reflexões, baseadas em partes anteriores, sobre os meios mais adequados para abordar a análise dos fenômenos financeiros em uma economia tão volátil como a argentina.

2 — Poupança e investimento na Argentina: uma perspectiva de longo prazo

A experiência fracassada de liberalização e abertura financeira, posta em prática na segunda metade dos anos 70, deixou profundas seqüelas nas condições de funcionamento da economia argentina. Particularmente, influiu de modo muito negativo sobre a capacidade de poupança e investimento da economia e sobre as relações entre os setores público e privado, afetando as perspectivas futuras de crescimento econômico e gerando uma evolução extremamente instável dos mercados financeiros internos.

2.1 — Uma visão agregada

Para analisar este fenômeno, começamos recordando que, de acordo com as identidades contábeis básicas de uma economia aberta, o excesso de

absorção interna sobre a renda nacional deve ser sempre igual ao déficit em conta corrente do balanço de pagamentos, ou seja:

$$I + C - YBN = M + Z - X \quad (1)$$

sendo:

$$YBN = Y - Z \quad (2)$$

onde:

- C: consumo interno;
- I: investimento bruto;
- Y: produto interno bruto;
- YBN: renda nacional bruta;
- X: exportações de bens e serviços "reais";
- M: importações de bens e serviços "reais"; e
- Z: renda líquida enviada ao exterior mais efeito dos termos de troca.

Tendo em conta que a poupança interna (A_i) é a diferença entre a renda nacional e o consumo agregado e que o déficit em conta corrente constitui poupança do resto do mundo (A_e), a expressão (1) também pode ser escrita da seguinte maneira:

$$I - A_i = A_e \quad (3)$$

isto é, a poupança externa deve financiar aquela parte do investimento que não consegue ser coberta pela poupança interna.

Naturalmente, dizer que os desequilíbrios externos estão associados a excessos de absorção interna é, de acordo com (1), uma mera tautologia. A questão é determinar as relações de *causalidade* entre os dois fenômenos.

As Tabelas 1 e 2 apresentam a evolução da poupança interna, da poupança externa, da renda nacional e da renda líquida enviada ao exterior (medidas em proporção do PIB) de 1961 até o presente.

Como se observa na Tabela 2, até fins da década passada o aporte de poupança externa foi, em média, pouco significativo. Durante os últimos anos, no entanto, ele subiu visivelmente, chegando a representar, em média, quase cinco pontos percentuais do PIB entre 1980 e 1984, o que é quase um terço da poupança total disponível nesses anos.

Ao mesmo tempo, a participação da poupança interna, que se manteve, em média, em cerca de 20% ao ano nos quatro quinquênios que se passaram de 1961 e 1980 (mostrando, inclusive, uma leve tendência crescente), caiu, assim que ocorreu a crise financeira e cambial de 1980/81, quase 10 pontos percentuais, em média, em comparação com o período imediatamente anterior.

TABELA 1

Renda nacional, poupança e investimento

(Em % do PIB)

Anos	PIB	Efeitos dos termos de troca	Renda líquida enviada ao exterior	Renda nacional	Consumo	Poupança nacional	Poupança externa	Investimento bruto
1961	100	0,1	0,7	99,4	81,8	17,6	4,4	22,0
1962	100	-1,3	0,6	98,1	79,5	18,5	2,1	20,6
1963	100	-1,1	0,5	98,4	79,9	19,2	-1,9	17,3
1964	100	0,6	0,5	100,1	79,9	20,2	-0,5	19,7
1965	100	0,5	0,4	100,1	79,2	20,9	-1,5	19,4
1966	100	-0,2	1,2	98,6	79,3	19,3	-1,9	17,4
1967	100	-0,2	1,4	98,4	79,2	19,2	-1,0	18,2
1968	100	-0,4	1,4	98,2	78,9	19,3	0,0	19,3
1969	100	-0,9	1,3	97,8	77,1	20,7	0,9	21,6
1970	100	0,0	1,1	98,9	78,6	20,3	0,9	21,2
1971	100	0,9	0,4	100,5	78,9	21,5	1,0	22,5
1972	100	1,0	1,3	99,7	78,3	21,4	0,9	22,3
1973	100	2,0	1,5	100,5	78,5	22,0	-1,4	20,6
1974	100	0,4	1,2	99,2	80,4	18,8	0,1	19,8
1975	100	0,4	1,2	99,2	81,5	17,7	2,5	20,2
1976	100	-0,7	1,3	98,0	75,5	22,5	-0,9	21,5
1977	100	-0,3	1,3	98,4	72,4	26,0	-1,8	24,2
1978	100	-1,9	1,7	96,4	73,5	22,9	-1,6	21,3
1979	100	-0,9	1,9	97,2	77,5	19,7	1,8	21,5
1980	100	0,6	2,1	98,5	81,1	17,4	5,5	22,9
1981	100	1,5	5,5	96,0	84,0	12,0	6,8	18,8
1982	100	-1,2	7,2	91,6	79,2	12,4	4,2	16,6
1983	100	-1,6	8,2	90,2	79,4	10,3	4,2	15,0
1984	100	-0,7	7,2	92,1	82,1	10,0	3,0	13,0
1985	100	-1,7	8,0	90,3	80,3	9,5	1,4	10,9

FONTE: Elaboração própria com base em dados do Banco Central.

TABELA 2

Renda nacional, poupança e investimento

(Em % do PIB)

Períodos	PIB	Efeitos dos termos de troca	Renda líquida enviada ao exterior	Renda nacional	Consumo	Poupança nacional	Poupança externa	Investimento ($I = A_t$)
1961/65	100	-0,1	0,5	99,4	80,1	19,3	0,5	19,8
1966/70	100	-0,4	1,3	98,3	78,6	19,7	-0,2	19,5
1971/75	100	1,1	1,1	100,0	79,5	20,5	0,6	21,1
1976/79	100	-0,9	1,6	97,5	74,7	22,3	-0,6	22,2
1980/85	100	-0,4	6,4	93,2	81,1	12,1	4,1	16,2

FONTE: Elaboração própria com base em dados do Banco Central.

Como contrapartida de ambos os processos, a participação do investimento bruto no PIB, que até começos da presente década havia oscilado em torno de 20%, mostrou para o período 1980/85 uma queda média de mais de cinco pontos percentuais.

Se se observa a evolução das variáveis citadas ao longo do último período, a situação revela-se ainda mais dramática: entre 1980 e 1985, tanto a poupança interna como a poupança externa diminuíram fortemente sua participação no produto. Paralelamente, produziu-se um drástico ajuste do investimento agregado, cuja participação passou de 23% do produto em 1980 para apenas 11% em 1985. (Voltaremos a abordar esta questão mais adiante.)

Quais são as razões de uma evolução tão desfavorável? Observando-se exclusivamente o comportamento da poupança externa, sistematicamente positiva desde 1979, poder-se-ia argumentar que a raiz das dificuldades estava no fato de a economia argentina ter mantido níveis excessivos de absorção interna. Tal diagnóstico, no entanto, torna-se insustentável se se levar em consideração que o investimento bruto fixo dos últimos anos encontra-se em níveis inferiores em relação àqueles do início da década de 70 e que o consumo tem crescido, nos últimos 15 anos, a uma taxa inferior à do crescimento demográfico.

A causalidade funcionou, na verdade, em sentido contrário. Foi o aumento violento dos pagamentos de serviços financeiros feitos ao exterior que afetou abruptamente a capacidade de poupança e investimento internos.

Com efeito, entre 1961/65 e 1976/79, os pagamentos ao exterior só cresceram ligeiramente, passando da média de 0,5 para 1,6% do produto, por ano. Contudo, a aceleração produzida entre este último período e 1980/85 é dramática, já que tal proporção situa-se, na média desses anos, acima de 6% do PIB (Tabela 2). Este fato, aliado à deterioração dos termos de troca, fez com que se produzisse uma *mudança estrutural* na relação YBN/PIB, que, embora nunca tenha sido menor que a média de 98% ao ano nos três quinquênios que decorreram entre 1961 e 1975, em 1976/79 situou-se em 97,5%, chegando em 1980/85 a 93,2% (Tabela 2).

Desagregando esta série em função dos dados anuais, pode-se observar que, partindo de um nível de 100 em 1974, o persistente endividamento, aliado a uma queda nos termos de troca, produziu uma queda contínua da relação YBN/PIB, que em 1985 acaba por se situar em um nível de aproximadamente 90%. Torna-se então claro que a redução de YBN, somada ao fato de que a proporção consumida do PIB sofreu uma ligeira alta, ocasionou uma redução contínua da capacidade de poupança interna. Para que se mantenha a proporção investimento/PIB aos níveis históricos, o hiato financeiro a ser coberto pela poupança externa deveria ser cada vez maior.

A dimensão do problema e suas potencialidades explosivas são evidenciadas pela magnitude do ajuste que a evolução dos mercados financeiros internacionais impôs ao investimento interno. Com efeito, devido ao peso adquirido pelo pagamento dos juros externos, foi necessário que, entre 1980 e 1985, a participação do investimento no produto caísse nada menos que 12 pontos percentuais (passando de 23 para 11%) e que, em consequência, a balança comercial passasse de um déficit de 4% a um superávit de 8% do produto, para que a economia se ajustasse a uma redução de quatro pontos percentuais do produto na disponibilidade de poupança externa (Tabelas 1 e 5).

A pergunta que deve ser formulada é, então, a seguinte: por que os valores da dívida e os serviços correspondentes cresceram naquela proporção sem que, ao mesmo tempo, se observasse um crescimento mais ou menos correspondente do produto interno?

Um ponto importante a se levar em consideração é o aumento desmedido das taxas de juros internacionais, juntamente com a deterioração dos termos de troca. No entanto, é interessante levantar outra questão: se o nível elevado de endividamento se devesse a um excesso nos níveis passados de investimento e consumo, teria então sentido dizer que a necessidade (atual) de poupança externa se deriva de um excesso (passado) dos gastos sobre a renda interna. Entretanto, não foi este o caso. O volume acumulado da dívida não se explica pelo comportamento dos fluxos de despesas e receitas, e sim pelas transações originadas na conta de capital, isto é, o endividamento e a consequente queda (em proporção à receita) da poupança interna são um resultado de *desajustes no setor financeiro* da economia.

De fato, tão logo se produziu o ajuste externo de 1975/76, em 1977 a economia esteve em condições de crescer à taxa de 6% e gerar, ao mesmo tem-

po, um superávit de US\$ 1.290 milhões em conta corrente. Nada levava a pensar, naquele momento, que nos anos seguintes o país deveria endividar-se da forma como o fez, para financiar futuros excessos de absorção interna. Além disso, no triênio 1979/81 as políticas cambial e alfandegária provocaram mudanças sensíveis na propensão a importar, que se traduziram num grande aumento das importações de bens e serviços. É certo também que as grandes desvalorizações que se verificaram de 1981 em diante — aliadas a certas medidas restritivas — voltaram a situar a variável mencionada nos níveis de 1976.

Em conseqüência, se se toma todo o período 1976/82, durante o qual se produziu o crescimento acelerado da dívida externa, verifica-se que a balança comercial apresentou um saldo positivo, enquanto que o saldo dos serviços reais, embora tenha sido negativo, não pôde justificar, por seu montante, o forte aumento da dívida. Portanto, este incremento não foi devido essencialmente ao excesso de gastos internos.

Se, atualmente, a conta corrente do balanço de pagamentos tornou-se estruturalmente deficitária, isto se deve ao peso cada vez maior dos pagamentos de serviços financeiros, associados ao incremento da dívida externa. E, para se saber onde está a contrapartida no ativo do aumento do passivo, é preciso olhar as transações de estoques, e não as de fluxos. Com efeito, a rubrica "capitais não especificados" da conta de capital do balanço de pagamentos foi negativa de modo permanente durante todo o período antes mencionado, acumulando um déficit de cerca de US\$ 10 bilhões. A este montante é preciso somar as saídas de capital não captadas pelas estatísticas do balanço de pagamentos, que nossas estimativas situam em US\$ 12 bilhões [ver Frenkel e Fanelli (1985) para maiores detalhes].

Quanto à pergunta que havíamos formulado, o problema central é, pois, que o endividamento externo contraído não foi utilizado para aumentar o investimento produtivo. Ao contrário, devido ao sistema financeiro e cambial implementado durante a experiência de abertura, aquele endividamento foi utilizado para financiar as *fugas de capital* para o exterior. Por isso, hoje o país tem de fazer frente aos serviços de sua vultosa dívida externa, com um volume de capital produtivo não muito maior do que o que dispunha no início da década passada.

2.2 — Poupanças pública e privada

A análise feita até aqui pode ser aprofundada se se desagregar a poupança e o investimento internos em seus componentes público e privado. Para tanto, podemos reformular a expressão (3) escrevendo:

$$(I_p - A_p) + (I_y - A_y) = A_r \quad (4)$$

onde os subíndices p e g referem-se aos setores privado e público, respectivamente. A poupança privada e a poupança pública, por sua vez, são definidas da seguinte maneira:

$$A_p = (Y - T - Z_p) - C_p \quad (5)$$

$$A_g = T - Z_g - C_g \quad (6)$$

isto é: a poupança privada é a diferença entre a renda disponível do setor ($Y - T - Z_p$) e seus gastos de consumo (C_p); e a poupança pública é a diferença entre a renda disponível do governo (T), por um lado, e os pagamentos externos (Z_g) mais seus gastos correntes operacionais (C_g), por outro.

Portanto, na equação (4) são retratadas as situações orçamentárias do setor privado e do governo, assim como suas relações com a poupança do resto do mundo. A diferença entre investimento e poupança públicos constitui o déficit (se a diferença é positiva) ou o superávit (se é negativa) do orçamento do governo, o mesmo ocorrendo com a diferença entre investimento e poupança privados. De acordo com (4), se os desequilíbrios orçamentários dos dois setores não se compensam mutuamente na medida necessária para anular o lado esquerdo da expressão, o hiato existente deverá ser coberto com poupança externa (positiva ou negativa).

Na Argentina, não se conta com um esquema de fluxo de fundos que permita estudar com detalhe as transações financeiras entre os diferentes setores que formam o sistema econômico. Apesar disso, utilizando-se as diversas fontes de informação pode-se chegar a algumas conclusões relevantes que, embora aproximadas, permitem identificar algumas mudanças realmente significativas na capacidade de geração de poupanças e realização de investimentos por parte dos setores público e privado. Conhecendo-se o montante da poupança externa e do déficit fiscal, ambos em proporção ao PIB, é possível estimar de forma aproximada a evolução do superávit/déficit orçamentário do setor privado, também como proporção do produto. É o que foi feito nas Tabelas 3 e 4.

Como era de se esperar, pode-se observar nelas, em primeiro lugar, que as contas do setor público têm sido *permanentemente* deficitárias. Se forem excetuados os períodos 1967/70 e 1975/76, que podem ser considerados atípicos, de 1961 até 1980 (inclusive) o déficit fiscal flutuou entre um piso de 4% e um teto de 8% do PIB. Até aquele último ano, portanto, o processo de liberalização e de abertura financeira iniciado em 1977 não havia produzido, em termos fiscais, mudanças significativas com relação à tendência histórica. Contudo, a partir de 1981, a participação do déficit fiscal no produto *aumentou abruptamente*, sendo entre esse ano e 1985 uma média de seis pontos percentuais acima da verificada no período 1977/80.

Como foi financiado tal aumento do déficit fiscal?

Já vimos que, até 1979, a poupança externa havia sido, em média, pouco significativa. Isto quer dizer que o déficit estrutural das contas fiscais correspondem a um superávit também estrutural das contas privadas e que ambos foram, em média, de dimensões semelhantes.

TABELA 3

Poupança externa, déficit fiscal e superávit privado

(Em % do PIB)

Anos	Poupança externa	Déficit fiscal	Superávit financeiro privado
1961	4,4	4,4	0,0
1962	2,1	7,7	5,6
1963	-1,9	7,0	8,9
1964	-0,5	6,6	7,1
1965	-1,5	4,0	6,5
1966	-1,9	4,9	6,8
1967	-1,0	2,1	3,1
1968	0,0	2,2	2,2
1969	0,0	1,7	0,8
1970	0,9	1,8	0,9
1971	1,0	4,6	3,6
1972	0,9	5,6	4,7
1973	-1,4	7,5	8,9
1974	0,1	8,0	7,9
1975	2,5	15,4	12,9
1976	-0,9	11,7	12,6
1977	-1,8	5,1	6,9
1978	-1,6	6,8	8,4
1979	1,8	6,1	4,3
1980	5,5	7,5	2,0
1981	6,8	13,3	6,5
1982	4,2	14,9	10,7
1983	4,2	15,6	11,4
1984	3,0	12,6	9,6
1985	1,4	6,1	4,7

FONTES: Elaboração própria com base em dados do Banco Central e da Secretaria de Planejamento.

TABELA 4

Poupança externa, déficit fiscal e superávit privado

(Em % do PIB)

Períodos	Poupança externa	Déficit fiscal	Superávit financeiro privado
1961/65	0,5	5,9	5,4
1966/70	-0,2	2,5	2,7
1971/75	0,6	8,2	7,6
1976/79	-0,6	7,4	8,0
1980/85	4,1	11,8	7,7

FONTE: Elaboração própria com base em dados do Banco Central e da Secretaria de Planejamento.

A simetria das contas públicas e privadas começou, todavia, a se romper neste mesmo ano, tornando-se bem evidente a partir de 1980. Considerando o período 1981/85 relativamente ao período 1977/80, o hiato provocado pelo aumento médio do déficit fiscal, da ordem de 6% do produto, foi coberto em partes iguais pelo crescimento do superávit financeiro privado e pela poupança externa.

É ainda mais interessante a análise da evolução anual dessas variações no decorrer do período citado. Em 1979, durante o primeiro ano em que foi aplicado o plano de pautas cambiais anunciado em 20 de dezembro do ano anterior (ao qual nos referimos mais adiante), a poupança externa aumentou quase 3,5 pontos do produto com relação ao ano anterior, passando de -1,6 para +1,8%.

No plano interno, o referido aumento da poupança externa teve como contrapartida uma diminuição praticamente equivalente do superávit financeiro privado (cuja participação no produto caiu de 8,4% em 1978 para 4,3% em 1979). Por sua vez, o déficit fiscal como percentagem do produto sofreu apenas uma ligeira redução.

Em 1980, a poupança externa voltou a aumentar fortemente, chegando a representar 5,5 pontos do PIB. Enquanto isso, a nível doméstico, o superávit privado reduz-se uma vez mais (alcançando apenas 2% do PIB), mas desta vez a participação do déficit fiscal no produto começa a aumentar (situando-se em 7,5%).

Durante o ano de 1981, a melhoria da balança comercial foi insuficiente para se contrapor ao aumento dos pagamentos de serviços financeiros e, por este motivo e pela forte queda verificada no PIB daquele ano, a participação da poupança externa no produto experimentou um novo aumento, situando-se em 6,8%. Por outro lado, esta participação começa a declinar a partir de 1982, basicamente como consequência do aumento sistemático observado no superávit do comércio exterior.

Como se comportaram durante estes anos o déficit fiscal e o superávit financeiro privado? A redução gradual da poupança externa teve necessariamente por contrapartida, no plano interno, a diminuição do excesso de investimento sobre a poupança interna. Portanto, os setores público e privado tiveram comportamentos extremamente diferentes.

De fato, apesar do declínio verificado na poupança externa, a participação do déficit fiscal no produto praticamente dobrou entre 1980 e 1982 (chegando a 15% no último ano), voltou a subir em 1983 e, ainda que se tenha reduzido ligeiramente, manteve-se elevadíssima em 1984. A combinação dos dois processos (redução da poupança externa e aumento do déficit fiscal), por sua vez, superdimensionou o ajuste que foi preciso realizar no setor privado, cujo superávit financeiro passou de um piso de 2% do produto em 1980 para uma média de cerca de 10% no período 1982/84, basicamente como consequência da queda nos investimentos realizados pelo setor.

Já em 1985, como consequência das medidas fiscais tomadas por ocasião do Plano Austral, conseguiu-se, a partir de junho, uma notável redução do déficit do setor público, cuja participação no produto para aquele ano como um todo caiu para 6%, percentagem que constitui a metade da observada no ano anterior. Embora a poupança externa tenha continuado a cair, a redução do déficit público é suficientemente forte para que o superávit financeiro privado necessário para fechar o hiato fiscal seja sensivelmente inferior ao observado nos anos anteriores.

Na subseção anterior mostramos os efeitos do processo de endividamento externo e do ajuste sobre a capacidade de poupança e investimento da economia. Foi então que, ao separar as contas do governo e do setor privado, nos deparamos com um segundo problema: o aumento desmedido do déficit fiscal e a necessidade de financiá-lo de modo crescente nos mercados domésticos, com recursos provenientes do setor privado, à medida que a evolução dos mercados financeiros internacionais gerava uma disponibilidade cada vez menor de poupança externa.

Qual é a relação entre os compromissos externos gerados pelo processo de endividamento e as maiores necessidades de financiamento interno do governo? Tal relação deve ser procurada na *composição* do endividamento externo. Com efeito, como mostra a Tabela 6, a participação do setor público no total da dívida externa foi significativa desde o início do processo de abertura financeira, na segunda metade da década passada. Além disso, como mostra a tabela, bem no auge do endividamento externo privado dos anos de 1979 e 1980, aquela participação cresceu substancialmente a partir da crise financeira e cambial de 1980/81, até chegar a representar 80% do total da dívida externa em 1985. Tal crescimento esteve associado a diversos mecanismos, através dos quais o governo estatizou a dívida externa durante o processo de fuga de capitais privados.

Ao mesmo tempo em que aumentava sua dívida externa, o governo também se comprometia, naturalmente, a pagar mais juros. *Ceteris paribus*, o aumento dos pagamentos externos traduzia-se inevitavelmente em um maior déficit fiscal e, por estar mais limitado o acesso à poupança externa, em maiores necessidades financeiras, que deveriam ser satisfeitas com recursos provenientes do superávit privado.

As *transferências internas* de recursos do setor privado para o setor público, necessárias para o cumprimento dos compromissos externos deste último, foram, como vimos, extremamente elevadas a partir de 1981. Tais transferências deveriam ser realizadas, basicamente, através dos mercados financeiros domésticos. As fortes tensões originadas por este fato estão na raiz da extrema instabilidade observada no funcionamento desses mercados durante o período. Este fenômeno constitui um problema de natureza *diferente* dos efeitos reais do ajuste externo sobre o investimento e o nível de atividade, o que tem sido freqüentemente ignorado nas análises sobre o período recente da economia argentina. Por suas importantes implicações sobre o diagnóstico e as recomendações de política, retornaremos a este problema na Seção 4 deste trabalho.

TABELA 5

Balanzo de pagamentos

(Em US\$ milhões)

Anos	Bens			Serviços			Conta corrente	Movimento de capitais não-compensatórios
	Exportações	Importações	Saldo	Reais	Financeiros	Saldo		
1975	2.961,3	3.943,5	-982,2	125,6	-429,6	-304,0	-1.289,2	191,1
1976	3.916,1	3.033,0	883,1	240,5	-492,5	-252,0	649,6	-515,9
1977	5.651,8	4.161,5	1.490,3	346,8	-578,5	-231,7	1.289,9	1.286,5
1978	6.399,5	3.833,7	2.565,8	-99,8	-680,8	-780,5	1.033,6	1.233,9
1979	7.809,9	6.700,0	1.109,9	-761,3	-920,0	-1.581,3	-536,4	4.686,9
1980	8.021,4	10.540,6	-2.519,2	-740,1	-1.531,4	-2.271,5	-4.767,8	2.551,7
1981	9.143,0	9.430,0	-287,0	-704,9	-3.699,7	-4.404,6	-4.714,0	1.489,7
1982	7.623,7	5.336,9	2.286,8	42,5	-4.718,5	-4.676,0	-2.357,7	-2.323,5
1983	7.836,0	4.505,0	3.331,0	-399,0	-5.407,9	-5.807,0	-2.461,0	-1.419,0
1984	8.107,0	4.584,0	3.522,0	-205,0	-5.712,0	-5.917,0	-2.390,9	580,2
1985	8.396,0	3.814,0	4.582,0	-231,0	-5.304,0	-5.535,0	-952,8	1.007,4
1986	6.852,0	4.724,0	2.128,0	-573,0	-4.416,0	-4.989,0	-2.859,0	n.d.

FONTES: Banco Central e Fide.
n.d. = não-disponível.

TABELA. 6
Dívida externa

(Em US\$ milhões)

Períodos	Dívida externa					Reservas	Dívida líquida
	Total (1)	Pública (2)	(2)/(1) %	Privada (3)	(3)/(1) %		
1975	7.875	4.021	50,8	3.854	49,2	819	7.256
1976	8.279	5.189	62,7	3.090	37,3	1.812	6.467
1977	9.678	6.044	62,5	3.634	37,5	4.039	5.639
1978	12.496	8.357	66,8	4.139	33,2	6.037	6.459
1979	19.034	9.960	52,3	9.074	47,7	10.480	8.554
1980	27.162	14.459	53,2	12.703	46,8	7.684	19.478
1981	35.671	20.024	56,1	15.647	43,9	3.877	31.794
1982	40.703	26.341	64,7	14.362	35,3	3.226	37.477
1983	45.087	31.706	70,3	13.381	29,7	3.734	41.617
1984	46.903	36.139	77,1	10.764	22,9	3.734	43.169
1985	48.312	39.868	82,5	8.444	17,5	6.376	41.936

FONTE: Banco Central.

2.3 — Os fatos estilizados

Em síntese, uma visão estilizada da evolução da poupança interna, da poupança externa e do investimento, desde o fracasso da experiência de liberalização e abertura, poderia ser assim esboçada:

a) A partir de 1981, o drástico crescimento dos pagamentos de serviços financeiros externos afetou sensivelmente a capacidade de poupança e investimento da economia. O aumento das remessas ao exterior foi consequência, em parte, da elevação das taxas de juros internacionais, mas sobretudo do crescente endividamento externo induzido pelo processo de abertura. Por outro lado, o endividamento externo não foi devido basicamente a excessos de absorção doméstica, sendo porém utilizado para financiar fortes saídas de capital para o exterior, em virtude de decisões de *portfolio* do setor privado.

b) Precisamente por esse motivo, o grosso da dívida externa ficou em mãos do setor público, que não pôde impedir que o déficit fiscal crescesse *pari passu* com o aumento dos compromissos externos.

c) No início, uma parte importante dos desequilíbrios internos pôde ser financiada com o aumento da poupança externa. No entanto, a partir de 1982, a reviravolta nas condições de funcionamento dos mercados financeiros internacionais racionou a oferta de crédito externo e fez diminuir ano após ano a poupança proveniente do resto do mundo.

d) A retração da poupança externa obrigou a economia a gerar enormes saldos favoráveis em sua balança comercial. A contrapartida interna dessa retração não foi, fundamentalmente, o aumento das exportações, e sim a queda do investimento, tanto público como privado.

e) Do ponto de vista das relações entre os setores público e privado, a retração da poupança externa ocasionou, ainda, enormes dificuldades de ordem financeira. Com efeito, à medida que o governo conseguia refinarçar uma parte cada vez menor de seus compromissos externos com poupança do resto do mundo, crescia a parte que deveria ser coberta com divisas resultantes do superávit comercial externo gerado pelo setor privado. Profundamente desarticulado, o setor público só tinha condições de conseguir os recursos necessários para comprar as divisas colocando títulos da dívida interna no setor privado. Pela magnitude das transferências envolvidas, isto foi feito possivelmente às custas da desestabilização dos mercados financeiros domésticos.

f) A partir da segunda metade de 1985, os mecanismos de transferência interna mencionados no parágrafo anterior começam a modificar-se. Com o Plano Austral, o governo conseguiu aumentar significativamente suas receitas correntes e, em uma proporção menor, reduziu seus gastos de custeio. Isto gerou uma redução importante do déficit fiscal, que tende a aliviar as pressões sobre os mercados de ativos domésticos.

O que nos propomos a seguir é discutir mais detalhadamente estes fatos estilizados e as relações de causalidade que os originaram.

3 — Abertura financeira, crise cambial e origem do endividamento externo

A experiência “neo-ortodoxa”¹ de abertura e liberalização financeira inicia-se em 1977, com a reforma do sistema financeiro do país e a liberação do mercado cambial, aprofundando-se a partir de dezembro de 1978, com a decisão oficial de anunciar antecipadamente a evolução futura da taxa de câmbio.

3.1 — O enfoque monetário do balanço de pagamentos e o plano de pautas cambiais

De acordo com a inspiração teórica que orientou as reformas financeiras e cambiais, esperava-se que as mesmas assegurassem, do ponto de vista do

¹ O termo “neo-ortodoxo” foi empregado em Frenkel (1980), justificando-se, assim, sua utilização.

funcionamento dos mercados, uma situação próxima da *mobildade perfeita* dos capitais entre a economia argentina e o resto do mundo.

Como se sabe, as condições necessárias para a vigência da hipótese da mobilidade perfeita são: *a)* que os ativos/passivos externos e internos sejam substitutos perfeitos; e *b)* que o ajuste dos *portfolios* face às discrepâncias nos rendimentos dos ativos/passivos seja instantâneo.²

Tendo em conta que a economia argentina é pequena, esperava-se que a mobilidade irrestrita, combinada a uma política que se pautava oficialmente pela evolução futura da taxa de câmbio (variante “dinâmica” das políticas de taxa de câmbio fixa), igualaria a taxa de juros interna (*i*) à soma da taxa de juros internacional corrigida pelos custos da transação (*i**), mais a taxa de desvalorização anunciada (*e_a*):³

$$i = i^* + e_a \quad (7)$$

Neste contexto, de acordo com o enfoque monetário do balanço de pagamentos, bastaria que o Banco Central mantivesse sob controle a oferta monetária de origem interna, para evitar qualquer problema no setor externo da economia. Se, além disso, os mercados de bens operassem sob condições de concorrência perfeita, pela lei do preço único a taxa de inflação interna (*p*) deveria igualar-se à soma da taxa de inflação internacional (*p**) e da taxa de desvalorização anunciada:

$$p = p^* + e_a \quad (8)$$

Assim sendo, poder-se-ia concluir que um programa de estabilização como o iniciado em dezembro de 1978, que se baseava no anúncio antecipado da evolução futura da taxa de câmbio — de acordo com um esquema de ajustes decrescentes e inferiores à inflação corrente — e na determinação de metas de crescimento da oferta monetária interna consistentes com o mesmo esquema, seria uma política antiinflacionária praticamente sem custos. À medida que as desvalorizações se tornassem cada vez menores, a taxa de inflação e a taxa de juros interna tenderiam a convergir para a taxa de inflação e a taxa de juros internacional, respectivamente. Enquanto a taxa real de juros externa se mantivesse constante, a taxa real de juros interna também permaneceria inalterada.

² O enfoque padrão de uma economia aberta com mobilidade perfeita de capitais pode ser encontrado em Williamson (1983) e Dornbusch (1980).

³ A rigor, a hipótese de mobilidade perfeita admite a existência de um diferencial constante entre o rendimento dos ativos internos e externos. Sem perda de generalização, admitiremos que o diferencial é nulo.

sem afetar o nível de atividade; e, enquanto a oferta monetária doméstica se mantivesse sob controle, a evolução do balanço de pagamentos não causaria problemas.

Em março de 1981, quando finalmente foi preciso abandonar a política de pautas cambiais, em meio a uma crise aguda no sistema financeiro e no setor externo, a realidade era muito diferente daquela prognosticada pela teoria do enfoque monetário. A inflação interna estava muito distante da convergência com a inflação internacional, e tal circunstância tinha provocado a acumulação de grande atraso na taxa de câmbio real. A taxa real de juros interna era muito superior à taxa real externa. A economia atravessava uma recessão severa, que iria se estender até meados de 1983. Por fim, com relação à situação do balanço de pagamentos, a situação cambial havia invertido a causalidade entre reservas e oferta monetária interna; para evitar a falência generalizada do sistema financeiro, o Banco Central acomodava passivamente a fuga de capitais mediante a concessão de redescontos aos bancos afetados pela corrida aos depósitos.

A que se deveu semelhante discrepância entre as previsões do enfoque monetarista e a realidade? Embora, na prática, tenham contribuído vários fatores, acreditamos que dois deles foram as causas fundamentais do fracasso da política de pautas cambiais e da experiência de abertura:

- a) um diagnóstico equivocado da natureza do processo inflacionário; e
- b) a não consideração da incerteza característica da economia argentina e de seus efeitos sobre as expectativas cambiais do setor privado.

3.2 — O fenômeno da inflação alta

Do ponto de vista da dinâmica inflacionária, o plano confiava na vigência generalizada da lei do preço único. Todavia, apesar de ser relativamente aberta, a economia argentina conta com um setor significativo de bens e serviços *não-comerciáveis*, cuja dinâmica de preços não pode ser adequadamente representada por aquela lei.

Está claro que a importância desse setor não se deve principalmente à presença de custos elevados de transporte para determinados bens e serviços, porém muito mais à existência de atividades (predominantemente manufatureiras) altamente protegidas pela estrutura alfandegária e por outras restrições cambiais e ao peso do estado como provedor direto ou indireto de bens e serviços numerosos. Por outro lado, a redução generalizada de tarifas alfandegárias, por ocasião da experiência de abertura em 1977/80, não conseguiu modificar de modo relevante tal realidade, porque, entre outras coisas, os agentes econômicos calcularam (acertadamente) que tais reduções seriam transitórias.

Reconhecida a existência de dois setores, um de bens e serviços comerciais e outro de não-comerciáveis, a taxa de inflação para a economia como um todo deveria definir-se como uma média ponderada das taxas de variação dos preços de ambos os setores. Se se admitir, além disso, que

a dinâmica dos preços comerciáveis atende de fato à lei do preço único, temos:

$$p = h_n p_n + h_t (p^* + e) \quad (9)$$

onde p_n é a taxa de crescimento dos preços de bens e serviços não-comerciáveis, p^* a taxa de crescimento dos preços de bens e serviços comerciáveis no mercado internacional, e a taxa de desvalorização e os coeficientes h_n e h_t , cuja soma dá 1, constituem as respectivas participações de cada setor na oferta global.

Observando-se com atenção essa expressão, torna-se claro que a taxa de inflação interna somente será igual à soma da inflação internacional mais a taxa de desvalorização (hipótese da política de pautas cambiais) em duas circunstâncias extremas: *a*) se a participação do setor de bens e serviços não-comerciáveis na oferta agregada for nula ($h_n = 0$); ou *b*) se, na ausência de choques de oferta ou mudanças nas preferências, os efeitos de substituição na demanda forem tão rápidos e significativos que tendam a igualar o ritmo de incremento dos preços dos bens e serviços não-comerciáveis aos dos bens e serviços comerciáveis. A primeira possibilidade foi descartada por hipótese. Quanto à segunda, é óbvio que se trata de um caso limite sem nenhuma referência empírica.

Poderemos avançar um pouco mais na análise se explicitarmos a dinâmica do comportamento dos preços dos bens e serviços não-comerciáveis. Na realidade, na economia argentina o setor de bens e serviços não-comerciáveis reconhece a presença de, pelo menos, três mecanismos diferentes de formação de preços: o primeiro é o dos mercados de preços flexíveis, em que os agentes são tomadores de preços e estes são mais ou menos sensíveis aos excessos de demanda ou oferta; o segundo é o dos mercados de preços administrados, onde os ofertantes tomam decisões de preços que podem ser adequadamente estilizados pela regra do *mark-up*; e o terceiro, finalmente, corresponde aos preços fixados diretamente pelo governo e inclui as tarifas públicas e a taxa de câmbio.

Levando-se em conta esta desagregação e supondo-se que, nos mercados de preços administrados, o *mark-up* é constante e os custos primários de produção são constituídos do custo da mão-de-obra e do custo dos insumos intermediários comercializados internacionalmente, depois de efetuadas as substituições correspondentes, tem-se:

$$p = h_f p_f + h_g p_g + h_w w + h_e (p^* + e) \quad (10)$$

onde p_f é a taxa de variação dos preços flexíveis, p_g corresponde às tarifas e w representa a taxa de aumento dos salários nominais (que coincide com a do custo da mão-de-obra se se supuser que não existem modificações

de produtividade). A soma dos coeficientes h_f , h_g , h_w e h_c , por sua vez, é igual a 1.

De acordo com a equação (10), pois, a taxa de inflação não depende apenas da taxa de variação dos preços dos bens e serviços (sensível à política cambial do governo), mas também da taxa de incremento dos preços flexíveis, da política de reajustes dos preços públicos e da taxa de variação dos salários médios.

Se a regra salarial predominante no mercado de trabalho for a indexação da inflação passada, o modelo completa-se com a seguinte expressão:

$$w = p_{-1} \quad (11)$$

Uma primeira conclusão que surge claramente do modelo é a presença de uma forte inércia imposta ao processo inflacionário pela vigência de cláusulas formais ou informais de indexação. Com efeito, para manter constante qualquer estrutura de preços relativos, o modelo assinala a existência de uma taxa de inflação positiva, ou seja, se $p_f = p_g = w = p^* + e$, de modo que os preços e salários tendem a conservar o seu valor real, a equação (10) pode ser escrita, levando-se em conta a equação (11), da seguinte maneira:

$$p = p_{-1} \quad (12)$$

Em outras palavras, a indexação pela inflação passada determina uma taxa de inflação de "equilíbrio", não nula, que tende a perpetuar-se no tempo, enquanto permanece estável a estrutura de preços relativos.

Em segundo lugar, o modelo põe em evidência a estreita associação causal que liga as mudanças dos preços relativos às variações da taxa de inflação, idéia-chave do pensamento estruturalista latino-americano.

Do ponto de vista das políticas antiinflacionárias, este resultado é um alerta contra as intenções de reduzir a inflação atuando unicamente sobre os preços controlados pelo governo, como foi o caso do plano de pautas cambiais de dezembro de 1978. De fato, devido à inércia dos preços dos bens e serviços não-comerciáveis, qualquer tentativa de estabilização baseada na desaceleração progressiva do ritmo de desvalorização conseguirá apenas diminuir a taxa de inflação de forma proporcional à participação direta e indireta dos bens e serviços comerciáveis na oferta agregada (medida pelo coeficiente h_c). Além disso, se não forem modificadas as regras da indexação salarial e se os efeitos-substituição via demanda são insuficientes para afetar de maneira significativa o ritmo de crescimento dos preços flexíveis, tal redução apenas se realizará à custa de uma queda sensível da taxa de câmbio real (*atraso* da taxa cambial), circunstância que, a médio prazo, tornará insustentável a continuação de tal política.

3.3 — O papel da incerteza

O segundo fator que contribuiu para o fracasso da política de pautas cambiais dos fins da década passada foi, juntamente com o diagnóstico equivocado do processo inflacionário, a não consideração da incerteza do setor privado quanto à evolução futura da taxa de câmbio. Na verdade, não existiam razões práticas nem teóricas para se esperar que os anúncios cambiais do governo gozariam de credibilidade absoluta.

Se se admite a existência da incerteza, ainda que se aceite que o sistema financeiro doméstico opere competitivamente, que a mobilidade dos capitais seja irrestrita e que a oferta de crédito externo se torne perfeitamente elástica com relação à taxa de juros internacionais vigente, as conclusões relativas ao funcionamento da economia serão muito diferentes daquelas obtidas pelo arcabouço teórico que orientou a experiência de liberalização e abertura posta em prática na segunda metade da década passada.

Para simplificar, concentremo-nos no comportamento do mercado creditício, supondo que só existem duas fontes de recursos: o crédito em moeda local e o crédito em divisas.

Do ponto de vista dos devedores, o problema consiste em determinar a composição ótima de sua carteira de obrigações. Com a incerteza sobre a evolução futura da taxa de câmbio, as obrigações domésticas e internacionais *não* são perfeitamente substituíveis, ainda que haja mobilidade irrestrita de capitais e taxa de câmbio fixada oficialmente.

Neste caso, aplicando o enfoque tobiniano sobre a seleção de *portfolio* na presença de risco⁴ e conhecidas as preferências dos agentes (que se supõem avessos ao risco) e suas expectativas de desvalorização, a proporção de crédito externo no endividamento total estará relacionada *positivamente* com a taxa de juros interna (dada a taxa de juros internacional). Em outras palavras, para que a participação da dívida externa no endividamento total aumente, será necessário que a taxa de juros doméstica suba.

Por este motivo, o diferencial entre as taxas interna e externa de juros já não será exógeno e igual à desvalorização anunciada, como no caso da ausência de incerteza e substituição perfeita, e sim uma função crescente da proporção de endividamento externo como um todo, ou seja:

$$i = i^* + e_a + s(\alpha) \quad (13)$$

onde s , a taxa de risco cobrada pelos devedores, aumenta com α , o quociente do endividamento externo pelo endividamento total.

Até aqui, supomos simplesmente que a credibilidade nos anúncios oficiais sobre a evolução futura da taxa de câmbio era absoluta, mas admitimos implicitamente que o grau de incerteza permanecia inalterado.

⁴ A referência tradicional é Tobin (1965). Uma apresentação semelhante pode ser encontrada em Hicks (1979).

Isto foi suficiente para remarcar, de acordo com o enfoque-estoque da conta de capital do balanço de pagamentos e sob a hipótese da substituíbilidade imperfeita,⁵ a relação existente entre o diferencial de taxas de juros e a composição do endividamento.

No entanto, fica difícil imaginar que agentes econômicos racionais iriam manter inalteradas suas opiniões sobre a continuidade futura da política cambial oficial, independentemente do resto da informação disponível, inclusive aquela relativa à evolução do setor externo da economia. Deste modo, como os agentes sabem que, na verdade, a oferta do crédito internacional não é infinitamente elástica, qualquer que seja o nível de endividamento externo da economia, sua incerteza sobre o curso futuro da taxa de câmbio será tanto maior quanto menos favoráveis forem os resultados obtidos na conta corrente do balanço de pagamentos e quanto menores forem as reservas disponíveis.

Deve-se acrescentar que esta hipótese parece especialmente relevante para a economia argentina, tendo em vista a recorrência de suas crises externas e as conseqüentes e abruptas flutuações experimentadas pela taxa de câmbio.

Considerando esta circunstância, o prêmio acrescido pelos tomadores privados ao custo do endividamento externo não dependerá unicamente da composição de sua carteira, mas será também afetado pelo resultado da conta corrente (*CC*) e pelo estoque de reservas internacionais (*R*), cuja evolução influirá sobre o grau de incerteza quanto ao curso futuro da taxa de câmbio. Tendo em conta este fator, a equação (13) deve ser reescrita da seguinte maneira:

$$i = i^* + e_a + s(\alpha, CC, R) \quad (14)$$

ou seja, o diferencial entre as taxas de juros interna e internacional será igual à norma oficial de desvalorização (que, para simplificar, supomos ser igual à expectativa de desvalorização do setor privado), mais um prêmio variável que, além de estar relacionado positivamente com a participação do endividamento externo na dívida total, será uma função crescente do déficit em conta corrente e uma função decrescente das reservas internacionais.⁶

⁵ O enfoque-estoque de uma economia aberta com mobilidade imperfeita de capitais foi desenvolvido, entre outros, por Kouri e Porter (1974) e Dornbusch (1980).

⁶ A hipótese que está por trás das expressões (13) e (14) é considerar a expectativa de desvalorização da moeda nacional como uma variável aleatória, caracterizada por uma distribuição subjetiva de probabilidade com esperança $E(e)$ e desvio típico $\sigma(e)$. Nestas condições, os créditos externo e interno serão substitutos imperfeitos, e a arbitragem entre ambos (ignorando-se problemas de agregação) imporá a seguinte igualdade:

$$i = i^* + E(e) + s[\alpha, \sigma(e)] \quad (i)$$

O que ocorre, neste caso, se algum acontecimento exógeno ou o atraso da taxa cambial ocasionado pela própria política de estabilização provocarem a aparição de um déficit em conta corrente a partir de uma situação inicial equilibrada?

O déficit externo teria, então, um efeito de contração sobre a oferta de dinheiro e créditos domésticos que, como vimos, tenderia a elevar a taxa de juros interna e a *aumentar, ceteris paribus*, o crédito do exterior (embora a entrada de divisas pela conta de capital não chegasse a compensar a perda de reservas pelo desequilíbrio em conta corrente).

Porém, se, como acabamos de discutir, a deterioração da conta corrente afeta as expectativas do setor privado e gera um aumento da incerteza sobre a continuidade futura da política cambial, os tomadores de crédito tratarão de *reduzir, ceteris paribus*, seu endividamento externo (cujo custo passa a ser mais incerto), reforçando o excesso de demanda no mercado de crédito doméstico e a tendência altista da taxa de juros, que deverá subir até restabelecer o equilíbrio do mercado.

O efeito líquido sobre o volume total de crédito externo depende, por um lado, da elasticidade-juro da demanda de crédito agregada e da composição do endividamento privado e, por outro, da magnitude do aumento da incerteza. Se este último for suficientemente significativo, o volume de crédito externo pode muito bem diminuir, ampliando a perda inicial de reservas originada no déficit em conta corrente.

ou seja, a taxa de juros interna será igual ao custo esperado do crédito externo [$i^* + E(e)$], mais uma taxa de risco que depende da composição do endividamento privado e do desvio da distribuição subjetiva de probabilidade.

Se o governo anuncia antecipadamente o ritmo de desvalorização que pretende aplicar (e_a), a expressão anterior pode ser escrita assim:

$$i = i^* + e_a + [E(e) - e_a] + s[\alpha, \sigma(e)] \quad (\text{ii})$$

Sem grande perda de generalização, podemos assumir, para simplificar, que a esperança da distribuição é igual à desvalorização anunciada. Levando em conta esta hipótese e supondo que o desvio da distribuição permanece constante, a expressão (ii) transforma-se em:

$$i = i^* + e_a + s(\alpha) \quad (\text{iii})$$

que coincide com a equação (13).

Se, ao contrário, pensa-se que o desvio da distribuição não permanece constante, porém aumenta na medida em que cresce o déficit em conta corrente ou diminuem as reservas, teremos:

$$\sigma(e) = \sigma e (CC, R) \quad (\text{iv})$$

Neste caso, substituindo-se (iv) em (ii) e mantendo-se a hipótese de igualdade entre a esperança da distribuição e a norma oficial de desvalorização, chegamos a:

$$i = i^* + e_a + s(\alpha, CC, R) \quad (\text{v})$$

que coincide com a equação (14).

Naturalmente, o impacto recessivo do aumento da taxa de juros sobre o nível de renda acentuará a tendência à diminuição do volume de endividamento externo, devido ao efeito desfavorável da queda da renda sobre a demanda agregada de crédito.

Isto, no entanto, não é tudo. A perda adicional de reservas por parte da conta de capital também irá influir desfavoravelmente sobre as expectativas, incrementando ainda mais a incerteza e gerando um processo acumulativo de aumentos da taxa de juros, recessão e saída de capitais que pode chegar a ser *explosivo*, dependendo das elasticidades já mencionadas e da sensibilidade das expectativas quanto à evolução das reservas.

Precisamente nesse potencial de explosão do ajuste há um aspecto da racionalidade da mudança de expectativa do setor privado e o conseqüente deslocamento do *portfolio*. Se cada agente prever as conseqüências agregadas da redução do crédito externo iniciada pelo déficit em conta corrente — parece claro que, no caso argentino, a experiência acumulada pelo setor privado foi suficiente como aprendizado —, faz sentido modificar a distribuição subjetiva de probabilidade da futura taxa de câmbio. O elemento que complementa a racionalidade da reação das expectativas é o conhecimento de que a oferta de crédito internacional não é perfeitamente elástica, de modo que mesmo uma rápida resposta governamental no sentido de incrementar o endividamento público pode ser insuficiente para reestabilizar as reservas. Esta possibilidade só foi aventada para justificar a racionalidade da mudança de expectativas.

Se a dinâmica do ajuste for explosiva, o clímax do processo será uma *crise especulativa* no mercado cambial que, em última instância, forçará o abandono da política de desvalorizações escalonadas. Pode o governo evitar a crise de alguma maneira?

O governo pode tentar defender as reservas e a política cambial vigente incrementando o endividamento externo do setor público. A entrada de novos créditos externos para o setor público tende a compensar a perda de reservas ocasionada pela redução do crédito externo privado e a aquisição de ativos externos.

Já fizemos menção às limitações desta política, pelo lado da elasticidade imperfeita da oferta de crédito externo; deveríamos também acrescentar uma observação sobre a velocidade do ajuste do incremento de crédito externo do setor público em relação à velocidade de ajuste das carteiras do setor privado.

Porém, além dessas limitações, a política tem efeitos ambíguos. A compensação pela perda de reservas debilita o mecanismo automático de ajuste que se produz via aumento da taxa de juros, induzindo, em conseqüência, uma saída maior de capital privado que aquela que aconteceria se não houvesse ação compensatória do setor público. De fato, o endividamento externo do setor público tende a compensar a contração da oferta de crédito doméstico provocada pela saída de capital privado.

Se o incremento do endividamento público não chega a incidir suficientemente sobre as expectativas, de modo a deter o fluxo de capital privado antes que as reservas alcancem um nível crítico, a autoridade monetária deverá de qualquer jeito promover uma desvalorização acima do valor originalmente decidido. O resultado da política de incremento do endividamento público seria então "transferir" um passivo externo maior do setor público para um maior ativo externo do setor privado. O prêmio que os especuladores recebem pela desvalorização é maior e às custas de uma perda maior de capital do setor público.

Os últimos seis meses da gestão do ministro Martínez de Hoz na Argentina constituem um bom exemplo do que foi dito. Entre outubro de 1980 e março de 1981, o déficit em conta corrente foi de US\$ 3.808,5 milhões. As contas de Empréstimos Financeiros a Empresas Privadas e Outros Movimentos de Capital registraram uma saída de capital privado de US\$ 3.658,7 milhões.

Com o intuito de defender a política cambial e deter a crise, o governo procurou ativamente compensar a perda de reservas aumentando o ingresso de crédito externo para o setor público. Em seis meses, a dívida externa do setor público — governo e empresas — sofreu um aumento de US\$ 3.537,9 milhões, cifra praticamente igual à saída de capitais privados. Esta política permitiu o adiamento da desvalorização até abril de 1981, mas não conseguiu deter a crise de reservas.

Até aqui, analisamos os efeitos da crise cambial sobre a situação do balanço de pagamentos. No entanto, como veremos a seguir, é muito provável que os efeitos da crise alcancem também o sistema financeiro interno. Isto ocorrerá sempre que o ajuste das carteiras ativas das entidades financeiras não consiga acompanhar o ritmo da saída de capitais para o exterior.

Com efeito, a decisão do setor privado de reduzir seu endividamento externo líquido ante um aumento da incerteza se traduzirá, no plano doméstico, por uma reduzida capacidade de emprestar das entidades financeiras e uma alta taxa de juros. Para restabelecer o equilíbrio financeiro interno, o crédito doméstico terá de diminuir.

Contudo, a possibilidade de que esta contração venha a ser efetivada na magnitude requerida dependerá da situação da liquidez (em moeda nacional) dos devedores. Se, no momento em que se produz a crise cambial, estes se encontram posicionados em ativos domésticos relativamente ilíquidos (e não estão dispostos a realizar suas posses em ativos externos), não poderão reduzir seu endividamento interno *pari passu* com a diminuição da capacidade de emprestar dos bancos. Nessas condições, é possível até que o aumento da taxa de juros tenha o efeito perverso de aumentar, em vez de reduzir, a demanda de crédito doméstico.

Em uma situação como a descrita, que reflete adequadamente o que sucedia com a economia argentina em meados de 1980, ou sobrevém uma *crise aberta do sistema financeiro interno* ou o Banco Central atua

como *emprestador de última instância*, concedendo redescontos às entidades financeiras para assegurar-lhes a capacidade de emprestar.⁷

Portanto, uma vez desatada a especulação cambial, a intenção de sustentar a política de desvalorizações preanunciadas mediante o endividamento externo do governo só consegue, em matéria de balanço de pagamentos, favorecer as saídas de capital privado assegurando uma maior disponibilidade de divisas às custas da *estatização* da dívida externa. A necessidade de evitar a quebra generalizada do sistema financeiro com a autoridade monetária fazendo o papel de *emprestador de última hora* leva-a, no plano doméstico, a financiar passivamente as ditas saídas, às custas da *transformação do setor público (via Banco Central) no principal credor interno* dos devedores privados.

Em suma, a experiência de liberalização e abertura financeira terminou com resultados opostos aos previstos. A fuga de capitais significou a reaparição das restrições externas e conduziu ao restabelecimento do controle cambial. O sistema financeiro tornou-se frágil e centralizado, e o Banco Central converteu-se em *emprestador de última instância*, tornando-se, na prática, o principal credor doméstico. A matriz de ativos e passivos financeiros sofreu, por sua vez, alterações profundas que ainda hoje condicionam severamente o funcionamento da economia. A dívida externa, que inicialmente cresceu estimulada pelo atraso da taxa cambial e mais tarde continuou aumentando pelo simples refinanciamento dos juros vencidos, foi praticamente estatizada, primeiro pelo endividamento externo compensatório do setor público e mais tarde pela implementação dos seguros de câmbio. Paralelamente, assistiu-se à dolarização dos *portfolios* privados e ao superendividamento, em moeda nacional, de um grande número de empresas privadas.

Como se depreende pelo acima exposto, vale a pena destacar, por fim, que a comentada volta da restrição externa produziu-se, na Argentina, *antes* que fosse desencadeada a crise financeira internacional e deveu-se, basicamente, a fatores endógenos, associados principalmente ao funcionamento dos mercados financeiros domésticos. Naturalmente, a crise internacional de 1982 não fez mais que agravar a situação externa da economia.

4 — Restrição externa e ajuste caótico

As mudanças realizadas durante a experiência de abertura de fins da década passada alteraram significativamente as condições de funcionamento da economia argentina, pelo menos em três sentidos:

a) A atenção do elevado endividamento externo que a economia contraiu durante o período de abertura deslocou o eixo de suas dificuldades

⁷ Uma análise detalhada da crise financeira interna desencadeada em 1980 pode ser encontrada em Feldman e Soumer (1983).

externas da balança comercial para as contas financeiras do balanço de pagamentos. Por este motivo, a economia passou a funcionar com um déficit *permanente* em conta corrente, apesar de sustentar níveis de absorção doméstica sensivelmente inferiores aos de seu produto interno.

b) O peso do pagamento em divisas no orçamento do setor público cresceu espetacularmente, devido ao fato de boa parte do endividamento externo da economia ter acabado nas mãos do governo. Esta circunstância tornou o resultado das contas fiscais fortemente *dependentes* da evolução das contas externas, obrigando a economia a desenvolver, em uma escala sem precedentes, mecanismos financeiros pouco ortodoxos de transferência interna de recursos.

c) As decisões de *portfolio* dos agentes também se alteraram substancialmente durante o período de abertura. Em particular, os ativos externos passaram a constituir uma fração importante da riqueza financeira do setor privado, modificando de modo significativo as relações de substituição de ativos relevantes no funcionamento da economia. Ao concluir a experiência de abertura, esta circunstância propiciou o desenvolvimento de um mercado paralelo de divisas extremamente ativo.

A seguir, propomo-nos a investigar mais detalhadamente as repercussões dessas mudanças sobre a dinâmica inflacionária da economia, a situação orçamentária do governo, a evolução dos mercados financeiros e as alternativas disponíveis de política econômica.

4.1 — Ajuste externo e aceleração inflacionária

A dinâmica de preços e salários esboçada na seção anterior pressupôs, para simplificar, que se verificavam duas hipóteses: a) o *mark-up* fixado pelos empresários se manteria constante; e b) os reajustes salariais eram, efetivamente, baseados na inflação passada.

Em períodos de relativa *normalidade*, durante os quais as variações de preços relativos e a distribuição de renda eram graduais e mantinham-se razoavelmente limitadas, a evidência empírica disponível tende a corroborar ambas as hipóteses: ⁸ os empresários que administram preços simplesmente repassavam as pressões inflacionárias recebidas via custo; e no mercado de trabalho a regra salarial predominante era a indexação pela inflação passada.

Estas normas de comportamento, que poderiam ser racionais em condições normais, deixam de sê-lo quando se produzem grandes mudanças nos preços relativos, que quebram abruptamente a normalidade antes existente.

Por um lado, se, devido a um choque de oferta ou outras mudanças no contexto das decisões, prevê-se uma forte aceleração da inflação, os empresários, ante uma incerteza maior com relação aos custos futuros, terão fortes incentivos para aumentar o *mark-up* sobre seus custos presentes, com o fim

⁸ A este respeito, pode-se consultar Figuciredo *et alii* (1985).

de minimizar o risco de eventuais perdas de capital.⁹ Por outro lado, com a nova informação disponível, os trabalhadores exigirão aumentos salariais superiores à inflação passada ou o encurtamento da periodicidade dos reajustes, com o objetivo de evitar a deterioração de sua renda real. Em ambos os casos, a aceleração inflacionária iniciada exogenamente será reforçada pelas reações endógenas dos agentes econômicos.

Em termos mais gerais, mudanças súbitas no *contexto institucional*, devidas, por exemplo, a modificações na orientação da política oficial ou no poder de negociação relativo dos atores econômicos, podem provocar, quando forem suficientemente significativas, saltos ascendentes no ritmo da inflação. Tais descontinuidades ocorrerão sempre que algum grupo relevante de atores perceba que custa menos a ruptura dos contratos vigentes que a sua preservação e que *esteja em condições de pôr em prática* tal decisão. Neste caso, o resultado será a desestabilização de algum dos parâmetros que sustentam a dinâmica inflacionária no curto prazo: ou bem os picos da renda real fixados como meta dos reajustes, ou bem a periodicidade dos mesmos. Apenas quando uma nova normalidade tender a consolidar-se a dinâmica dos preços e salários retomará seus mecanismos habituais.

Diversos episódios da evolução econômica argentina recente, em especial a violenta aceleração inflacionária de 1982/85, com sua seqüela de instabilidade econômica e financeira aguda, só podem ser interpretados dessa maneira. A *sucessão de maxidesvalorizações* adotadas entre 1981 e 1982 para ajustar o balanço de pagamentos à restrição externa deu, por si mesma, um impulso autônomo apreciável ao ritmo de inflação. Mas os aumentos de *mark-up* decididos pelos empresários para proteger-se de um contexto mais incerto e as pressões salariais exercidas pelos trabalhadores a partir de 1983, em condições caracterizadas por um poder crescente de negociação sindical, tenderam a propagar explosivamente o impulso inicial, colocando a economia à beira da *hiperinflação*.

Quer os preços relativos mantenham-se relativamente constantes e a inflação perpetue-se inercialmente, como vimos na seção anterior, quer as mudanças no contexto externo e/ou institucional pressionem os preços relativos e tendam a acelerar o ritmo inflacionário, a dinâmica de preços e salários apresenta, pelo menos no curto prazo, uma característica que é interessante assinalar aqui: sua *exogeneidade* com relação ao andamento das contas fiscais e ao funcionamento dos mercados financeiros. Além de tornar ineficazes como instrumentos de estabilização as políticas monetárias e fiscais restritivas, esta circunstância tem outra implicação menos explorada, mas não menos importante: as transferências de riqueza determinadas pela inflação *não* se ajustam endogenamente às necessidades de financiamento derivadas dos desequilíbrios orçamentários do setor público. Como veremos em seguida, este fato limita significativamente as margens de manobra da política econômica.

⁹ Este argumento foi fundamentado teoricamente em Frenkel (1979).

4.2 — O problema da transferência

O funcionamento atual da economia argentina, como o das outras economias semi-industrializadas da América Latina, está fortemente condicionado pela reparação da restrição externa. Como já explicamos, na Argentina, a crise externa iniciou-se endogenamente no final de 1980 e começou de 1981, aprofundando-se a partir de 1982, com a adoção de restrições quantitativas por parte da oferta de crédito nos mercados financeiros internacionais.

Que efeito teve esta reviravolta no comportamento da oferta de financiamento internacional sobre as contas externas da economia?

A situação do balanço de pagamentos, em determinado período, pode ser representada pela seguinte identidade:

$$R = B - Z + F \quad (15)$$

ou seja, a variação de reservas do período (R) fica sendo igual ao saldo comercial ($B = X - M$) menos os pagamentos líquidos de serviços financeiros (Z), que, para simplificar, consideraremos constituídos unicamente por juros da dívida externa mais a oferta líquida de financiamento externo (F).

Em princípio, a forma como é fechado o balanço de pagamentos dependerá do contexto econômico e institucional interno e externo. O contexto que prevalece desde 1982 pode ser caracterizado do seguinte modo: *a*) o saldo da conta de capital é determinado exogenamente pelo racionamento do crédito externo; *b*) as variações de reservas são uma variável de política, dado que o Banco Central é o único agente legalmente autorizado a acumular divisas; e *c*) a taxa de câmbio é, em consequência, um preço administrado pelo governo.

Nestas condições, conhecidos o saldo da conta de capitais e os pagamentos de juros externos, o balanço de pagamentos pode fechar de duas maneiras: deixando que o saldo comercial seja determinado de acordo com objetivos internos em matéria de emprego e distribuição de renda, enquanto as reservas oficiais se ajustam passivamente, ou então fixando metas para a variação das reservas e fazendo com que a economia gere o saldo comercial exigido pela identidade (15).

No segundo caso, supondo-se, para simplificar, que a variação de reservas é nula ($R = 0$), o saldo comercial deverá ser igual à diferença entre os juros e o novo financiamento externo, ou seja:

$$B = Z - F \quad (16)$$

Obviamente, quando o fluxo de novos financiamentos externos nem chega a cobrir a totalidade dos compromissos de pagamentos de juros, a economia deve ajustar-se para que seu comércio exterior produza superávits. Esta foi a situação que, em caráter *permanente*, a Argentina teve de enfrentar a partir de 1982.

Isto, no entanto, não foi tudo. Como vimos acima, durante o desenvolvimento da crise o governo foi assumindo progressivamente uma proporção cada vez maior do total da dívida externa e dos pagamentos dos juros correspondentes.

Este novo fenômeno impôs à economia a necessidade de um segundo tipo de ajuste, que pode ser visualizado reescrevendo a expressão (4), que representava a restrição orçamentária da economia, considerando desagregadamente os setores público e privado, do seguinte modo:

$$(I_g - F_g) - A_g = A_p - (I_p - F_p) \quad (17)$$

onde F_g é o fluxo de financiamento externo recebido pelo setor público e F_p o fluxo recebido pelo setor privado, sendo sua soma igual a F , que, de acordo com as expressões (1) e (16), representa a poupança externa da economia quando, como estamos supondo, as reservas permanecem constantes.

O lado esquerdo da última expressão, constituído pela diferença entre a fração do investimento público não financiado com recursos externos, de um lado, e a poupança do governo, de outro, mede as necessidades de financiamento interno do governo (NFG). A contrapartida destas necessidades, que aparece do lado direito da expressão (17), é o superávit financeiro privado (SFP), formado pela diferença entre a poupança do setor e a parte de seus investimentos não coberta por financiamento externo.

Se definirmos o déficit fiscal de origem interna (DF_i) como a diferença entre gastos e receitas domésticos, as necessidades financeiras internas do governo também podem ser explicitadas, tendo em conta a equação (6), do seguinte modo:

$$NFG = DF_i + Z_g - F_g \quad (18)$$

onde $DF_i = I_g + C_g - T$. Cabe lembrar que, para simplificar, estamos supondo que o setor público não participa do comércio exterior da economia. De acordo com (18), portanto, o governo deverá recorrer aos mercados financeiros domésticos para cobrir a parte de seu desequilíbrio orçamentário total ($DF_i + Z_g$) não financiada com recursos externos.

Sem perder a generalidade, podemos supor que o setor público tem a mesma participação no pagamento total de juros ao exterior e na obtenção de novos créditos internacionais. Se designarmos esta participação pelo coeficiente θ , as necessidades de financiamento interno do governo podem ser reescritas, de acordo com (16), desta maneira:

$$NFG = DF_i + \theta B \quad (19)$$

Suponhamos agora que, como vem acontecendo na Argentina desde 1982, o novo financiamento externo não é suficiente para refinarciar integralmente os juros vencidos. Por (16) já vimos que, se as reservas não podem ser desacomuladas, a economia deverá transferir recursos para o exterior, gerando saldos positivos em seu comércio exterior. Esta é a dimensão *real* do problema da transferência.

Além disso, como fica evidente por meio de (19), o superávit comercial que a economia se vê obrigada a obter em virtude da retração da oferta de crédito internacional (e que, por hipótese, está inteiramente em mãos privadas) aumenta as necessidades de financiamento doméstico do setor público, de forma diretamente proporcional à sua participação nos pagamentos efetivos de juros ao exterior. Além disso, tais necessidades continuarão sendo positivas mesmo que o governo elimine seu déficit fiscal de origem interna, transformando-o inclusive em superávit, a menos que este alcance uma magnitude suficiente de modo a compensar a parte não financiada dos pagamentos externos. Tal é a dimensão *financeira* do problema da transferência.

4.3 — Repercussões financeiras e dilemas de política

O duplo aspecto assumido pelo problema da transferência, devido à estagnação de uma parte significativa da dívida externa total, limitou severamente as margens de manobra da política econômica e impôs-lhe novas exigências de consistência interna. A impossibilidade de satisfazer tais exigências foi, precisamente, o que determinou o caráter caótico do ajuste realizado pela economia argentina entre 1981 e meados de 1985.

Uma primeira consequência desta situação foi que, durante o período considerado, o ajuste realizado nem sempre coincidiu com o exigido pela restrição externa. Em outras palavras, o superávit comercial obtido nem sempre foi suficiente para saldar a parte não refinanciada dos juros internacionais e, por este motivo, as necessidades financeiras internas do governo foram, várias vezes, superiores aos recursos aportados pelo superávit privado. O resultado foi, nesta ocasião, a acumulação de *atrasos* no cumprimento dos compromissos externos. Do ponto de vista analítico, vale a pena destacar que, no fundo, a acumulação de atrasos constitui um mecanismo de refinanciamento *involuntário* outorgado pelos credores, de tal modo que, diferentemente dos casos usualmente considerados pela macroeconomia como de desequilíbrio, o “lado longo” do mercado (neste caso, a demanda de crédito externo) prevalece sobre o “lado curto” (constituído pela oferta).¹⁰

Em segundo lugar, o caráter duplo do problema da transferência impôs à política econômica uma série de *dilemas* de difícil solução. O mais evidente relacionou-se com a administração da taxa de câmbio, que, com efeito, *ceteris paribus*, deveria aumentar em termos reais para que melhorassem os resultados da balança comercial. Nas novas condições criadas pela elevada participação do setor público no endividamento externo, as desvalorizações cambiais não só teriam efeitos recessivos e inflacionários (tradicionais na economia argentina): ao elevar o valor doméstico dos

¹⁰ Uma apresentação completa da análise macroeconômica de desequilíbrio pode ser encontrada em Benassy (1982).

compromissos externos do governo, as desvalorizações também repercutiam diretamente sobre os desequilíbrios fiscais, *ampliando* suas necessidades de financiamento interno.

Isso nos traz de cheio para a questão que, a nosso ver, esteve na raiz dos profundos desequilíbrios experimentados pela economia argentina durante o período do ajuste caótico: de que maneira e com que conseqüências conseguiu o governo financiar internamente as defasagens orçamentárias originadas pelos maiores compromissos externos e que sua política cambial tendia a ampliar?

Em princípio, o setor público podia ter tentado colocar um fluxo maior de títulos da dívida interna pagando uma taxa de juros mais elevada, o que, sem dúvida, teria tido repercussões recessivas, ao desencorajar o investimento privado. Não era esta, contudo, a principal dificuldade. O problema mais sério era, na realidade, a extrema *fragilidade* exibida pelo sistema financeiro a partir da crise de 1980. Neste contexto, que, como vimos, se caracterizava pelas dificuldades crescentes encontradas pelas empresas produtivas para fazer face a seus compromissos financeiros, maiores taxas de juros significavam, na verdade, o aumento da parte incobrável das carteiras ativas dos bancos e, com ele, a fragilidade do sistema em seu conjunto.

Em outras palavras, enquanto as necessidades maiores do governo apontavam para o aumento da taxa de juros interna, a exigência de reduzir a fragilidade do sistema financeiro aconselhava sua diminuição. Na prática, o dilema apresentado resolveu-se em favor da segunda alternativa: em meados de 1982, o Banco Central restaurou a regulamentação das taxas de câmbio e um regime semicentralizado de depósitos, pondo fim ao período de liberalização financeira iniciado com a reforma de 1977. Com o propósito de tornar "líquidos" os passivos das empresas e evitar a quebra generalizada do sistema financeiro, as taxas de juros, por sua vez, começaram a ser fixadas bem abaixo da taxa de inflação.

Naturalmente, à medida que diminuía o valor real das carteiras ativas das entidades financeiras, também caía o valor real de seus depósitos e, em conseqüência, a economia se desmonetizava. Neste sentido, a "liquefação" não foi mais que um mecanismo de *socialização de perdas*, que fez recair sobre os depositantes boa parte do pagamento dos ativos incobráveis do sistema financeiro. Mas, ao mesmo tempo, o controle da taxa de juros e a contração do mercado creditício foram progressivamente privando o governo do recurso ao endividamento interno como mecanismo de ajuste à restrição externa.

Descartada esta alternativa, só restavam ao governo duas opções: reduzir suas necessidades de financiamento cortando o déficit fiscal de origem interna ou então cobri-las apelando exclusivamente para a emissão de moeda.

Consideremos este último mecanismo com um pouco mais de detalhe. Obviamente, quando o governo emite dinheiro o que aumenta é, a princípio, a circulação *nominal* dos estoques de moeda. No entanto, o que interessa ao governo é que esse fluxo cubra suas necessidades *reais* de finan-

ciamento interno. Portanto, se chamamos de ΔM o aumento nominal dos saldos monetários durante um período determinado e de P o nível médio de preços no mesmo tempo, supondo-se que o governo cubra inteiramente suas necessidades reais de financiamento interno com emissão de moeda, podemos escrever:

$$NFG = \frac{\Delta M}{P} \quad (20)$$

onde $(\Delta M/P)$ representa o aumento real dos estoques de moeda no período considerado, que, após algumas manipulações algébricas, pode ser expresso da seguinte maneira:

$$\frac{\Delta M}{P} = \Delta m + pm \quad (21)$$

onde $m = M/P$ representa o estoque real de saldos monetários em circulação no começo do período analisado, Δm seu incremento durante aquele tempo e p a taxa de inflação também no mesmo período.

De acordo com (21), pois, é possível decompor analiticamente, em duas partes, o financiamento real proporcionado ao governo pela emissão monetária: *a)* aquele dado pelo aumento do estoque real de saldos monetários (Δm), e que representa, portanto, um incremento efetivo da riqueza real do setor privado; e *b)* aquele proporcionado pela deterioração que a inflação produz no estoque inicial de saldos monetários reais (pm), e que não gera, portanto, nenhum aumento da riqueza real do setor privado. A literatura convencionou chamar a esta última parte (talvez um tanto levianamente) de imposto inflacionário. Com esta expressão se quer designar o financiamento real adicional que o governo obtém por cima do incremento de seu endividamento real para com o setor privado (quando a inflação é maior que zero), devido à sua capacidade de emitir moeda.¹¹

Fica evidente, no entanto, que a existência do imposto inflacionário independe das causas que determinam o ritmo da inflação. Neste sentido, uma primeira possibilidade seria que, dada a função de demanda de saldos monetários reais do setor privado e o mecanismo de determinação de suas expectativas inflacionárias, a taxa de inflação fosse determinada endogenamente, a fim de proporcionar ao governo os recursos necessários para cobrir a sua demanda de financiamento interno (embora sob certas con-

¹¹ Embora o tema exceda os limites da análise a que nos propomos, vale a pena notar, com relação a este ponto, que a possibilidade de arrecadar imposto inflacionário não é exclusiva do governo, mas está aberta a qualquer agente — público ou privado — capacitado a emitir títulos da dívida. A condição será, em qualquer caso, que a taxa de inflação seja superior ao rendimento nominal do título em questão.

dições, que não vem ao caso detalhar aqui, tal forma de financiamento poderia resultar em um processo hiperinflacionário).¹²

A idéia de um mecanismo de transmissão que ligue a determinação da taxa de inflação às necessidades de financiamento do setor público através da emissão de moeda (o que sugere que, dentro de certos limites, o governo pode manipular a inflação como um instrumento a mais de política econômica) é subjacente à noção de que o processo de redistribuição de riqueza do setor privado para o setor público, ocasionado pela inflação, é um "imposto".

Contudo, como já foi discutido amplamente, as raízes do processo inflacionário argentino, pelo menos durante o período em estudo, não se encontram no mercado monetário. Ora, se a inflação é *exógena* ao funcionamento desse mercado, não existe mecanismo algum que ajuste o imposto inflacionário às necessidades financeiras do setor público. Portanto, sendo fixada exogenamente a transferência de recursos via imposto inflacionário, a única possibilidade que tem o governo de fechar seu orçamento recorrendo à emissão é *forçar* o setor privado (ou uma parte do mesmo) a acumular em carteira saldos monetários reais *superiores* aos desejados.

É interessante observar, neste ponto, a analogia entre esta situação e a originada, a nível das transações financeiras internacionais da economia, pelo atraso no cumprimento dos compromissos externos. Porém, a analogia acaba aqui. Enquanto os credores externos só podem recorrer a mecanismos institucionais de negociação para evitar o acúmulo de atrasos, os credores internos têm um mecanismo de ajuste muito mais direto: podem, simplesmente, *fugir* do dinheiro para adquirir bens ou outros ativos financeiros.

As duas coisas aconteceram durante o período de ajuste caótico. Como era de se esperar, em vista das péssimas expectativas de rentabilidade dos empresários (que se refletiam nos preços deprimidos do mercado de bens de capital) e das dificuldades impostas pela restrição externa às importações de bens de capital, a fuga para os bens materializou-se em uma demanda maior de consumo, em lugar de investimento. A efêmera recuperação da atividade econômica durante 1983/84 foi, em grande parte, sustentada por este processo.

A fuga na direção de outros ativos financeiros teve conseqüências ainda mais negativas: por conta das regulamentações das taxas de câmbio no

¹² Supondo-se — apenas para simplificar a análise — que o setor privado preveja perfeitamente a inflação de cada período, podemos considerar que sua demanda de saldos monetários reais ao fim do período considerado (m_{t+1}^d) é função da taxa de inflação deste período: $m_{t+1}^d = m_t(p)$. Dado o estoque inicial de saldos monetários reais (m), o incremento desejado do estoque durante o período será também: $\Delta m^d = m_{t+1}^d - m = m_{t+1}(p) - m = \Delta m(p)$. Neste caso, levando-se em conta (20) e (21), o equilíbrio no mercado monetário pode expressar-se, em termos de fluxos, da seguinte maneira: $NFG = \Delta m(p) + pm$. O lado esquerdo representa a oferta-fluxo de dinheiro, o lado direito a demanda-fluxo, e a taxa de inflação é a variável que se ajusta para igualar ambas as grandezas. Sobre a possibilidade de uma trajetória de ajuste explosivo para a taxa de inflação em um modelo deste tipo, ver, entre outros, Canavese (1985).

sistema financeiro institucionalizado, o resultado foi o auge dos mercados financeiros paralelos, especialmente o mercado paralelo de divisas. Ao traduzir-se em excesso de demanda no mercado paralelo do dólar, a fuga do dinheiro tendeu, de modo recorrente, a ampliar o hiato existente entre a cotação daquele mercado e a taxa oficial de câmbio, estimulando operações de subfaturamento de exportações e superfaturamento de importações. Obviamente, uma situação destas complica simultaneamente os ajustes externo e fiscal, pois reduz o superávit comercial oficialmente registrado no balanço de pagamentos e diminui a base tributária do fisco. Por outro lado, como já vimos, o governo, se desvalorizar para eliminar o hiato cambial e sustentar o superávit comercial, conseguirá, como efeitos colaterais, a aceleração da inflação e a amplificação dos desequilíbrios fiscais.

A fragilidade do sistema financeiro impediu que o governo se financiasse aumentando a taxa de juros. A exogeneidade da dinâmica inflacionária e a dolarização dos *portfolios* privados, por sua vez, impuseram um teto ao financiamento acessível mediante a emissão de moeda. Por ambas as razões, o governo não pôde alcançar a redução de seu déficit fiscal de origem interna. Devido ao anacronismo de sua estrutura impositiva, aos estragos provocados pela persistente aceleração inflacionária em suas receitas tributárias e à rigidez de seus gastos correntes, esta redução efetuou-se fundamentalmente mediante o ajuste dos investimentos públicos.

Como repetimos em diversas oportunidades neste trabalho, o componente da absorção interna que liberou os recursos reais necessários para o ajuste externo da economia foi, basicamente, o investimento agregado.

Assim sendo, a consideração da questão fiscal envolvida no problema da transferência não só permitiu um melhor conhecimento dos dilemas de política enfrentados pelo governo, dos desequilíbrios surgidos nos mercados financeiros e da aceleração inflacionária persistente que caracterizaram o período de ajuste caótico. Os mecanismos que induziram a queda drástica dos investimentos também estiveram associados a esse problema. O investimento público, como acabamos de observar, teve de reduzir-se para ajustar o déficit fiscal de origem interna à disponibilidade de financiamento doméstico. Embora o investimento privado não seja variável das decisões do governo, tampouco é difícil encontrar razões para explicar sua queda: em primeiro lugar, em economias semi-industrializadas como a argentina o investimento privado é, ao menos em parte, complemento do investimento público; em segundo, a aceleração inflacionária, a instabilidade dos preços relativos e os fortes desequilíbrios financeiros associados ao processo de ajuste foram gerando um clima de incerteza crescente que, sem dúvida, repercutiu desfavoravelmente sobre a taxa de retorno esperada para os investimentos; e, em terceiro, finalmente, as dificuldades já mencionadas para que a poupança privada fosse canalizada através do sistema financeiro institucionalizado impeliram o governo a racionar a oferta de crédito para o setor privado: na prática, a forma que este racionamento assumiu foi a adoção de exigências elevadas de limite mínimo, muito superiores às necessidades técnicas das entidades financeiras.

5 — Considerações finais

No decorrer deste trabalho, fizemos um resumo dos principais aspectos de nossos estudos mais recentes sobre o funcionamento dos mercados financeiros da economia argentina na década que precedeu o Plano Austral.

Como se depreende pela leitura do texto, estas pesquisas defrontaram-se com problemas distintos e ocuparam-se de períodos diferentes. No entanto, todas elas coincidem com um problema básico: a forma de abordar teoricamente as questões financeiras da economia. Conseqüentemente, o propósito desta seção — mais do que reiterar, à guisa de conclusão, conceitos já desenvolvidos nas seções precedentes — é o de explicitar, da maneira mais resumida possível, o enfoque teórico comum subjacente aos referidos estudos.

Este enfoque, em uma primeira aproximação — apelando para a autoridade de dois nomes de prestígio reconhecido na literatura anglo-saxã —, poderia ser rotulado de "hicksiano-tobiniano" dos fenômenos financeiros. Dois princípios o caracterizam: a) a *historicidade* substancial atribuída a esses fenômenos; e b) o tratamento dos *preços como variáveis exógenas* ao funcionamento dos mercados financeiros e das contas fiscais. Consideremos as duas questões um pouco mais detidamente.

Com relação à historicidade como critério necessário — certamente não suficiente — para fazer valer uma teoria monetária, já citamos na introdução deste trabalho a opinião de Hicks (1974). Em outros autores poderemos achar argumentos equivalentes.¹³

No entanto, cabe perguntar: o que entendem estes autores por historicidade da teoria monetária? Esta é a resposta de Hicks:¹⁴ a teoria deve ser histórica porque seu objeto — o dinheiro ou, de modo geral, os ativos financeiros — é um fenômeno impossível de ser analisado fora de sua própria evolução temporal. Mais concretamente, as mudanças produzidas através do tempo nas instituições monetárias e financeiras públicas e privadas e o desenvolvimento de um sistema financeiro cada vez mais completo não poderiam deixar de afetar a teoria monetária. De fato, as perguntas que deveriam ser respondidas por ela em um sistema com, por exemplo, bancos, companhias de seguro, mercado de valores e fundos de investimento são, sem dúvida, completamente diferentes daquelas que ocorreriam em um sistema monetário sem tais instituições.

Se esta perspectiva é a mais conveniente, para estilizar corretamente as relações financeiras de uma economia não bastará derivar rigorosamente as funções de oferta e procura de um único agregado monetário — mais

¹³ Entre esses outros autores, merecem destaque — no âmbito da literatura macroeconômica anglo-saxã — Tobin (1969 e 1982), Leijonhufvud (1968), Minsky (1975 e 1982) e Taylor (1979 e 1983).

¹⁴ Reproduz-se a seguir, mais ou menos literalmente, o que está expresso em Hicks (1977).

ou menos arbitrariamente escolhido — a partir da conduta otimizada dos agentes econômicos, como é o caso dos modelos monetaristas situados à margem do tempo e do espaço. Antes de discutir as hipóteses de comportamento dos agentes, é preciso abordar uma questão ainda mais importante: os *critérios de agregação* que permitirão definir as variáveis relevantes para a análise. Isto envolve tanto os *ativos e passivos* financeiros (que podem ser mais ou menos líquidos, ter diversos prazos de maturação, ser transacionados internacionalmente ou apenas nos mercados nacionais, oferecer rendimentos diferentes, etc.) como os *próprios agentes* que com eles operam (que podem ser nacionais ou estrangeiros, intermediários ou não, pertencer ao setor público ou a diferentes grupos privados, etc.). Como afirma Leijonhufvud (1968, p. 111):

“... [embora] os economistas prestem geralmente muito mais atenção à especificação e defesa das relações qualitativas entre os agregados de seus modelos do que a justificar uma determinada escolha de agregados ... [e, em consequência,] os agregados tendem a converter-se em convenções profissionais que raramente são examinadas, ... o procedimento de agregação é (pelo menos) tão importante para determinar as propriedades de um modelo econômico como o são as suposições que se fazem acerca das relações entre os agregados.”

De acordo com este enfoque, portanto, a estrutura financeira de uma determinada economia, em um período determinado, será definida por sua matriz de ativos e passivos financeiros correspondente.¹⁵ Em princípio, a matriz terá tantas linhas quantos forem os ativos que circularem nesta economia e tantas colunas quantos forem os agentes que operem com eles. É claro que, na prática, a construção dessa matriz é uma tarefa impossível, e a análise — para ser proveitosa — deverá desenvolver-se a partir de uma matriz de dimensões muito menores, consolidando ativos de características semelhantes em um número menor de categorias (linhas) e agregando agentes com padrões de comportamento semelhantes em um número mais reduzido de setores (colunas).

O nível de agregação resultante dependerá, é lógico, da natureza dos problemas que o modelo se propõe a abordar e das preferências do analista. Porém, para que a análise constitua um aporte substantivo ao conhecimento da economia considerada e não seja apenas um mero exercício especulativo, os agregados escolhidos deverão refletir — de uma forma ou de outra — as características específicas de sua estrutura financeira.

A escolha dos agregados mais relevantes para a análise representa, sem dúvida, uma das questões fundamentais associadas à aplicação do critério da historicidade, com relação ao qual existe, todavia, uma segunda questão importante. Suponhamos que já tenham sido definidos os ativos e os agentes incorporados ao modelo. Estes últimos, naturalmente, não operam

¹⁵ Este ponto aparece fortemente enfatizado em Tobin (1982).

no vazio. Suas decisões — sejam quais forem seus determinantes subjetivos — estão sempre limitadas, em maior ou menor grau, conforme o caso, por um conjunto de condicionantes supra-individuais. Estas condicionantes podem ser desde hábitos e convenções culturais mais ou menos difundidos até normas e instituições mais precisas destinadas a regular — legal ou tacitamente — as transações financeiras. Neste último grupo encontram-se, em particular, as instituições que definem o sistema financeiro e cambial da economia, bem como a política de governo adotada sobre o assunto. No caso de uma economia aberta, é preciso também reconhecer como elementos condicionantes os mecanismos de operação dos mercados financeiros internacionais.

Em suma, a especificidade do funcionamento financeiro de qualquer economia — tanto no tempo como no espaço — não se relaciona apenas com os ativos e agentes relevantes em cada oportunidade, mas também com o contexto institucional e político vigente em cada ocasião.

Consideremos agora o segundo princípio teórico comum ao conjunto de pesquisas resumidas neste trabalho, isto é, aquele que se refere ao tratamento dos preços como variáveis exógenas ao funcionamento dos mercados financeiros.

Com relação a este problema, deve-se admitir que os mecanismos de formação de preços também são determinados historicamente. Contudo, esta circunstância não impediu (muito pelo contrário) que, com o tempo, diversas formas de administração de preços fossem adquirindo importância crescente, tanto nas economias industrializadas como nas semi-industrializadas, restringindo cada vez mais a extensão dos mercados onde os preços se estabelecem pelo jogo livre da oferta e da procura.¹⁶

Do ponto de vista macroeconômico, este processo tem tido uma importância especial para a análise da dinâmica inflacionária. Como já argumentamos em uma seção anterior, nestas condições o nível de preços e sua taxa de variação tendem a estar muito menos associados à evolução nominal da demanda agregada que às mudanças dos preços relativos. Deste modo, portanto, os determinantes do processo inflacionário estão mais diretamente vinculados ao funcionamento do mercado de trabalho, dos mercados de matérias-primas e do setor externo que aos desequilíbrios dos mercados financeiros.¹⁷

As implicações teóricas e práticas deste fato têm um alcance enorme. Se a hipótese que expomos for correta, as relações de causalidade entre déficit fiscal, emissão monetária e inflação são o inverso das formuladas pelos modelos monetaristas. Por um lado, esta circunstância faz com que as políticas monetárias e fiscais restritivas sejam ineficazes como instrumentos de estabilização e tenham, além disso, conseqüências recessivas;

¹⁶ Este enfoque coincide com o que foi proposto originalmente por Kalecki (1956) e, mais tarde, desenvolvido por Hicks e, também, por Okun (1981), entre outros.

¹⁷ Para uma resenha completa deste tema, ver Frenkel (1986). Incidentalmente, a leitura deste trabalho permite comprovar a notável semelhança teórica entre o funcionamento do mercado de trabalho e o funcionamento do mercado financeiro.

por outro, a exogeneidade dos preços impede que as transferências de riqueza determinadas pela inflação se ajustem endogenamente às necessidades de recursos derivados dos desequilíbrios orçamentários do setor público, limitando significativamente as margens de manobra da política econômica.

Os critérios de historicidade e exogeneidade dos preços que acabamos de discutir são, em princípio, válidos para a teoria monetária tanto das economias industrializadas como das economias semi-industrializadas. No entanto, entre o funcionamento de ambas existem diferenças profundas que é necessário levar em conta não apenas na hora de fazer teorias, como também quando se elabora a política econômica.

Por um lado, é evidente que a historicidade das economias industrializadas e semi-industrializadas não é a mesma. Nas primeiras, as mudanças nas instituições monetárias e financeiras levam, geralmente, décadas para se desenvolver. As observações de Hicks, já citadas, referem-se, obviamente, a estas mudanças. A estrutura financeira dessas economias será, portanto, relativamente estável pelo menos em comparação com a das economias semi-industrializadas. Por diversos motivos, a estrutura financeira destas últimas é, ao contrário, muito mais volátil, o mesmo acontecendo — em grau superlativo — com os hábitos, normas e políticas que regulam as atividades neste setor. A evolução da economia argentina durante a última década constitui um exemplo extremo deste fenômeno.

Por outro lado, embora em ambos os casos a dinâmica dos preços possa ser considerada exógena ao funcionamento dos mercados financeiros, a natureza da inflação para aquelas economias foi, nos últimos 10 anos, notoriamente diferente: um fenômeno crônico na maioria das economias desenvolvidas mas, em troca, uma disfunção aguda nas economias em vias de desenvolvimento — entre elas a argentina. Já tratamos no texto, com certo detalhe, dos problemas específicos da inflação alta, especialmente da inércia que ela imprime ao processo inflacionário e da extrema incerteza que envolve a formação de expectativas.

Do reconhecimento destas diferenças derivam algumas conclusões da maior importância.

Em primeiro lugar, a análise financeira das economias semi-industrializadas deverá sempre explicitar a escolha das variáveis — ativos e agentes — julgadas relevantes para a construção do modelo, bem como a configuração institucional e política que condiciona as relações financeiras da economia. Está claro, neste sentido, que as mudanças freqüentes experimentadas nestes países nos dois níveis — contexto institucional e composição dos ativos financeiros — limitam significativamente a validade temporal da análise. As pesquisas resumidas neste trabalho evidenciam claramente este ponto: a análise da experiência argentina de liberalização e abertura nos fins da década passada exige um modelo diferente daquele necessário para estudar o processo posterior de ajuste externo.

Em segundo lugar, a própria rapidez com que se sucedem as mudanças, somada às características da inflação alta, ressalta a importância teórica

de certos fenômenos que não foram suficientemente discutidos nos países desenvolvidos, onde se produz a maior parte da literatura macroeconômica, certamente porque ali esses fenômenos são menos evidentes e problemáticos.

Não foi intenção deste trabalho discutir este assunto em profundidade, embora valha a pena mencionar, a título de exemplo, quatro questões presentes de algum modo nos estudos resenhados e que ilustram este ponto.

A primeira refere-se ao tema da incerteza. Na análise tobiniana tradicional de seleção de *portfolio*, a incerteza associada ao rendimento de cada ativo (medida pelo desvio típico de sua distribuição de probabilidade) se considera normalmente invariável, como resultado da estabilidade assumida na formação de expectativas.

Esta hipótese pode chegar a ser adequada no caso dos mercados normalmente estáveis, que estão expostos apenas a pequenas variações de seus parâmetros. Em troca, fica difícil aceitar que as expectativas sejam estáveis e que a incerteza possa ser medida através do cálculo objetivo das probabilidades baseado na experiência passada, quando a volatilidade das decisões e as flutuações abruptas dos parâmetros caracterizam o funcionamento dos mercados financeiros, como é costume nas economias semi-industrializadas e, em particular, na economia argentina. Neste caso, ao contrário, parece mais correto explicitar na análise a taxa de incerteza associada ao rendimento de cada ativo e tratá-la, à maneira keynesiana, como uma variável sujeita a alterações bruscas perante mudanças mais ou menos repentinas nos estados de opinião dos agentes econômicos. Este procedimento tem não apenas a vantagem de facilitar a discussão sobre o papel da incerteza. O mais importante é que permite também explicar o potencial de explosão das realocações de *portfolio* em situações de crise, fenômeno que não tem lugar no enfoque tradicional.

Em segundo lugar, embora associada à anterior, está a questão da fragilidade financeira, tratada na literatura anglo-saxã por Minsky (1982), que proporciona uma boa aproximação do tema. Como mostra Dreizen (1985), em condições de inflação alta, grande incerteza e extremo encurtamento dos prazos de maturação das operações financeiras, praticamente a totalidade dos devedores se vê forçada a financiar-se de maneira especulativa, ou "Ponzi".¹⁸ Desta maneira, a fragilidade financeira da economia aumenta dramaticamente, e com ela também a probabilidade de que algum acontecimento inesperado ou, simplesmente, uma mudança repentina das expectativas desencadeie uma crise generalizada e explosiva do sistema financeiro.

¹⁸ O financiamento do tipo especulativo, segundo a denominação empregada por Minsky, caracteriza-se pelo fato de os pagamentos do serviço da dívida externa superarem, durante um certo período, a renda esperada. Por sua vez, o financiamento do tipo "Ponzi", assim chamado em memória de um "ousado" banqueiro bostoniano dos anos 20, mencionado por Kindleberger (1978), caracteriza-se pelo fato de as rendas esperadas, ao menos durante certo período, não chegarem a cobrir nem mesmo a totalidade dos juros devidos.

A terceira questão relaciona-se com a endogeneidade do nível e da distribuição da riqueza. A análise macroeconômica convencional de curto prazo — elaborada basicamente nos países desenvolvidos — em geral considera que ambos são exogenamente determinados. Já o valor total da riqueza depende das expectativas sobre o rendimento futuro dos diferentes ativos — cujo valor atual define o preço dos mesmos. Se, por um lado, as expectativas são estáveis, justifica-se a hipótese de exogeneidade da riqueza total. Se, por outro lado, as expectativas são instáveis, a riqueza deve ser considerada endógena, ainda que no curto prazo. Como os ativos e passivos não estão uniformemente distribuídos entre os agentes econômicos, outro tanto ocorre com a distribuição da riqueza. Estas são o que poderíamos chamar de variações *ex ante* das variáveis mencionadas.

Ex post, o valor total e a distribuição da riqueza também podem variar como resultado de alterações inesperadas de política econômica — desvalorização da taxa de câmbio, modificação das taxas de juros administradas pelo governo, etc. — ou de acontecimentos exógenos — movimentos nos preços ou taxas de juros internacionais, etc.

Esses dois fenômenos, que são fatos corriqueiros na maioria das economias semi-industrializadas, têm efeitos notórios sobre o setor real da economia: as variações *ex ante* na riqueza, porque esta constitui um dos argumentos das funções de decisões dos agentes econômicos; e as variações *ex post* na riqueza, porque a mesma representa uma restrição orçamentária que limita aquelas decisões.

Finalmente, temos a questão do papel da autoridade monetária e dos mecanismos de transmissão de suas políticas. Em uma economia volátil, incerta e de inflação alta, e com um sistema financeiro extremamente frágil, as funções da autoridade monetária não podem limitar-se — ainda que a isto se proponha — a regular a quantidade de moeda ou as taxas de juros. A necessidade de evitar a desestabilização de um sistema financeiro que sempre se assenta sobre bases precárias impõe àquela autoridade novas tarefas e, em particular, estende enormemente seu papel de garantidor do sistema e prestador de última instância.

Uma conseqüência importante da ampliação das funções da autoridade monetária é o surgimento de novos mecanismos de transmissão de suas políticas. Por um lado, é evidente, como já comentamos, que suas decisões podem converter-se em um poderoso mecanismo de redistribuição de riqueza. As diversas medidas adotadas pelo Banco Central para socializar as perdas privadas ocasionadas pelas crises financeiras e cambiais experimentadas pela economia argentina na última década constituem um claro exemplo neste sentido. Por outro lado, a própria percepção que os agentes econômicos formam a respeito das novas funções da autoridade monetária repercutirá sobre suas decisões e terá, portanto, efeitos reais. O que estamos afirmando pode ser ilustrado, por exemplo, pela atitude dos agentes com relação à possibilidade de falência. Se, como resultado do comportamento da autoridade monetária, os agentes atribuem uma pequena probabilidade

a tal eventualidade, sua conduta se tornará menos avessa ao risco e, em consequência, a economia ainda mais instável.¹⁹

As reflexões teóricas que acabamos de realizar foram dirigidas no sentido de uma melhor compreensão dos fenômenos financeiros da economia, mas, certamente, também tiveram uma enorme relevância do ponto de vista da política econômica. Particularmente, é este o caso das políticas antiinflacionárias e de ajuste externo que nossa economia, e muitas outras em condições semelhantes, tiveram de adotar nos últimos anos.

Não desejaríamos concluir este trabalho sem destacar a importância deste ponto. Para tanto, bastará mencionar três exemplos extraídos das seções anteriores do próprio estudo.

O primeiro refere-se à política de normas cambiais aplicada entre dezembro de 1978 e março de 1981. Como já explicamos extensamente, seus resultados catastróficos deveram-se, em boa medida, a um enfoque teórico inadequado à economia argentina, que partia de diagnóstico equivocado de seu processo inflacionário e não considerava a grande incerteza intrínseca a seu funcionamento.

O segundo exemplo refere-se às políticas fiscais adotadas durante o período de ajuste caótico que sucedeu à crise da experiência de abertura. Durante este tempo, como vimos, o déficit fiscal manteve-se em níveis elevados. O enfoque ortodoxo do mesmo tende a identificá-lo com a presença de excessos de absorção doméstica e/ou com o deslocamento dos investimentos privados (*crowding-out*). A solução proposta é sempre, conseqüentemente, a redução do gasto público em bens e serviços reais, o que permitiria, ao mesmo tempo, a redução dos desequilíbrios externos e o aumento do investimento privado, sem afetar o nível de atividade. Além disso, tenderia a desacelerar o ritmo da inflação.

Entretanto, como já vimos, depois da crise do modelo de abertura os desajustes fiscais tiveram um forte componente financeiro, que estava associado ao enorme endividamento externo assumido pelo governo e ao pagamento dos juros correspondentes. A curto prazo constituía, portanto, um dado determinado exogenamente. A origem dos desequilíbrios externos, por sua vez, obedecia fundamentalmente aos mesmos fatores e não a uma absorção interna excessiva. Nestas condições, a redução do gasto público em bens e serviços reais não teve o efeito previsto pelo enfoque ortodoxo. Em verdade, embora tenha contribuído para melhorar os resultados da balança comercial, o fez às custas do aprofundamento das tendências recessivas da economia. Como o problema não era o excesso de absorção, aquela medida não teve, naturalmente, efeitos favoráveis sobre o investimento privado. A inflação, por fim, tampouco se reduziu, porque sua dinâmica pouco tinha a ver diretamente com o nível do gasto agregado.

¹⁹ O fenômeno foi discutido, em maior detalhe, em Arida e Taylor (1985).

Por último, o terceiro exemplo refere-se às políticas monetárias adotadas durante o ajuste caótico e, em particular, às feitas por influência do FMI nos acordos *stand-by* de 1983 e 1984.²⁰ Conforme foi estipulado naqueles convênios, na verdade, a programação monetária efetuava-se mediante a fixação de metas nominais para o crescimento dos agregados monetários controlados pelo Banco Central, em função do objetivo previsto para a taxa de inflação. Tal meta era determinada — como em todos os planos do Fundo — a partir de uma aplicação arbitrária da teoria quantitativa, em sua versão mais elementar. Como a inflação efetiva ficava, naturalmente, muito acima da prevista, os planos induziram, sistematicamente, à contração dos ativos financeiros domésticos. Por um lado, isso gerava fortes pressões recessivas e, por outro, estimulava o aparecimento de inovações financeiras à margem do sistema institucionalizado, acentuando sua fragilidade e diminuindo a eficácia da própria política monetária do governo. Em ambos os casos, os resultados foram desestabilizadores e terminaram solapando o próprio cumprimento das metas assumidas.

Abstract

The striking feature of the Argentinean economy, during the last decade, has been its extreme instability, that has affected its performance in the short run as well as in the long run. Given the decisive contribution of the financial relations for this instability, this paper seeks to summarize some of Cedes' major research results on the subject, from June 1975 to mid-1985. The purpose here, however, is not only descriptive, but it is sought, at the same time, to draw attention to the theoretical specificity of these financial relations in the Argentinean economy vis-à-vis the developed economies, and, furthermore, to present some reflections on the most adequate ways to approach their analysis.

Bibliografia

- ARIDA, P., e TAYLOR, L. *Development macroeconomics*. Mimeo, 1985.
- BENASSY, J. P. *The economics of market disequilibrium*. New York, Academic Press, 1982.
- CANAVESE, A. *Impuesto inflacionario, rezagos fiscales e hiperinflación*. Buenos Aires, Instituto Di Tella, 1985 (Serie Documentos de Trabajo).
- DAMILI, M., e FRENKEL, R. De la apertura a la crisis financiera. *Ensayos Económicos*, Buenos Aires, (37), 1985.

²⁰ Para uma análise mais detalhada dos planos do FMI na Argentina, pode-se consultar Frenkel e Fanelli (1985).

- DORNBUSCH, R. *Open economy macroeconomics*. New York, Basic Books, 1980.
- DREIZZEN, J. *Fragilidad financiera e inflación*. Buenos Aires, 1985 (Estudios Cedes).
- FANELLI, J. M. Ahorro inversión y financiamiento: una visión macroeconómica de la experiencia argentina. *Ensayos Económicos*, Buenos Aires, (31), 1984.
- FELDMAN, E., e SOMMER, J. *Crisis financiera y endeudamiento externo*. Buenos Aires, CET/Ipal, 1983.
- FIGUEIREDO, J., et alii. *Empleo y salarios en América Latina*. Rio de Janeiro, Eciel, 1985.
- FRENKEL, R. Decisiones de precio en alta inflación. *Desarrollo Económico*, Buenos Aires, 19 (75):291-300, out./dez. 1979.
- . *Las recientes políticas de estabilización en la Argentina: de la vieja a la nueva ortodoxia*. IRI, PUC/RJ, 1980.
- . Mercado financiero, expectativas cambiarias y movimientos de capitales. *El Trimestre Económico*, México, 50 (200):2.041-76, out./dez. 1983.
- . Salarios e inflación en América Latina. *Desarrollo Económico*, Buenos Aires, (100), 1986.
- FRENKEL, R., e FANELLI, J. M. La Argentina y el Fondo en la última década. In: SELA. *El FMI y la crisis latinoamericana*. México, Siglo XXI, 1985.
- . *Del ajuste caótico al Plan Austral*. Buenos Aires, Cedes, 1986a, mimeo.
- . *El Plan Austral: un año y medio después*. Buenos Aires, Cedes, 1986b, mimeo.
- HEYMANN, D. *Tres ensayos sobre inflación y políticas de estabilización*. Buenos Aires, Cepal, 1986.
- HICKS, J. *The crisis in Keynesian economics*. Oxford, Basil and Blackwell, 1974.
- . Monetary experience and the theory of money. In: ———. *Economic perspectives*. Oxford, Clarendon Press, 1977.
- . Monetary theory and history — an attempt at perspective. In: ———. *Critical essays in monetary theory*. Oxford, Clarendon Press, 1979.
- KALECKI, M. *Teoría de la dinámica económica*. México, Fondo de Cultura Económica, 1956.

- KINDLEBERGER, C. *Manias, panics and crashes*. London, Macmillan, 1978.
- KOURI, P., e PORTER, M. International capital flows and portfolio equilibrium. *Journal of Political Economy*, Chicago, 82 (3):443-67, maio/jun. 1974.
- LEIJONHUFVUD, A. *On Keynesian economics and the economics of Keynes*. Oxford, Oxford University Press, 1968.
- MINSKY, H. *John Maynard Keynes*. New York, Columbia University Press, 1975.
- . *Can "it" happen again?* New York, Sharpe, 1982.
- OKUN, A. *Prices and quantities. A macroeconomics analysis*. Washington, D. C., The Brookings Institution, 1981.
- ROZENWURCEL, G. Inflación y estabilización en Argentina: el Plan Austral. In: ARIDA, P., org. *Inflação zero*. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1986a.
- . *La restricción externa en economías semiindustrializadas*. Rio de Janeiro, PUC, 1986b (Tese de Mestrado).
- TAYLOR, L. *Macromodels for developing countries*. New York, McGraw Hill, 1979.
- . *Structuralist macroeconomics*. New York, Basic Books, 1983.
- TOBIN, J. The theory of portfolio selection. In: IEA. *The theory of interest rates*. 1965.
- . A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, Columbus, 1 (1):15-29, fev. 1969.
- . Money and finance in the macroeconomic process. *Journal of Money, Credit and Banking*, Columbus, 14 (2):171-204, maio 1982.
- WILLIAMSON, J. *The open economy and the world economy*. New York, Basic Books, 1983.

(Originais recebidos em março de 1987. Revisos em janeiro de 1988.)