

## OS PROGRAMAS DE ESTABILIZAÇÃO NA AMÉRICA LATINA: TRAÇOS ORTODOXOS E HETERODOXOS

Joaquim Pinto de Andrade  
Maria de Lourdes Rollemberg Mollo  
Maria Luiza Falcão Silva\*

### 1. APRESENTAÇÃO

Nas duas últimas décadas a política monetária emergiu como principal instrumento a ser utilizado em programas de estabilização de combate à inflação. O relativo abandono da política fiscal está associado, de um lado, às dificuldades de implementação de mudanças nessa área, cujos efeitos foram considerados como lentos porque exigiam aprovação do Legislativo e, de outro, porque nos anos 1980 o debate sobre a política fiscal passou a se associar com um tópico extremamente complexo e polêmico, o tamanho ideal do Estado, num momento em que os déficits dos governos passaram a atingir valores insustentáveis.

A situação hiperinflacionária que prevaleceu em diversos países da América Latina, apesar das inúmeras tentativas, fracassadas, de controlar os agregados monetários, terminou conduzindo à implementação de programas de estabilização que têm pelo menos um aspecto em comum: o fato de utilizarem a taxa de câmbio como âncora. Neste caso o tamanho da base monetária passa a não mais depender das decisões isoladas dos bancos centrais dos países, mas da quantidade acumulada de reservas internacionais e das leis e regras que relacionam o estoque de reservas com a criação de moeda.

O objetivo deste trabalho é descrever os traços mais característicos dos programas de estabilização de preços implantados na Argentina (abril de 1991) e no Chile (março de 1990), destacando suas origens teóricas no sentido de classificá-los quanto aos traços ortodoxos e heterodoxos de sua concepção e implementação. Buscaremos por meio desta análise tirar lições para o caso brasileiro (março de 1994).

Esses programas encaixam-se no que observamos acima: têm em comum a utilização do câmbio como âncora nominal, e por isso começaremos nossa tarefa destacando o caráter mais ou menos ortodoxo das diferentes prescrições de regimes cambiais. Para tanto, apresentamos um sumário, na segunda parte, das conclusões tiradas em trabalho anterior (Mollo, Silva e Torrance, 1996) sobre regimes de câmbio, focalizando o grau de ortodoxia ou heterodoxia neles embutido.

Uma vez situadas as diferentes visões em matéria cambial, passamos à terceira parte. Nela destacamos aspectos comuns aos diversos programas de estabilização e em que eles se diferenciam. Insistimos nas diferenças, para classificá-los quanto ao grau de ortodoxia ou heterodoxia, à luz do que foi definido como tal na parte anterior. Ao longo do trabalho examinamos em que medida a questão da credibilidade da política anti-inflacionária e sua consistência temporal se apresentam como fundamentais na prescrição de regras mais ou menos estritas, ou no uso de discricionariedade por parte dos executores da política econômica.

A conclusão é apresentada na parte 4.

### 2. ORTODOXIA E HETERODOXIA EM MATÉRIA MONETÁRIA

O conceito de ortodoxia e heterodoxia é sempre relativo, o que requer que definamos precisamente o que estamos classificando como tal.

Preocupamo-nos, neste trabalho, com o caráter ortodoxo ou heterodoxo em matéria monetária, e temos como referencial a aceitação (maior ou menor) ou a recusa da lei de Say como verdadeira.

---

\* Os autores, professores do Departamento de Economia da UnB, agradecem ao Doutor Thomas S. Torrance e a Adriana Amado, por comentários e sugestões valiosas, às auxiliares de pesquisa Paula B. de Castro Magalhães e Lena de Carvalho, e ao CNPq, por financiamento (53.0486/93-8) a pesquisa maior da qual este trabalho é fruto. A responsabilidade pelas idéias aqui defendidas, como é de praxe declarar, é somente dos autores.

A forma de encarar a Lei de Say não é independente da concepção de moeda. Ao contrário, a aceitação da lei de Say requer uma moeda que seja sobretudo meio de circulação, não afetando as condições de equilíbrio da economia real, sendo portanto neutra, ou seja, não afetando os preços relativos. Além disso, a moeda não é concebida como podendo ser demandada por ela mesma, uma vez que essa hipótese compromete o equilíbrio entre os fluxos de renda e despesa que caracteriza a lei de Say. A demanda por moeda é, por isso, sempre derivada da procura por bens e independente da oferta de moeda, que é então vista como exógena, ou seja, controlável e controlada pelas autoridades monetárias. Essas proposições de moeda neutra e exógena estão incorporadas, sabemos, na Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) e no enfoque monetário do Balanço de Pagamentos e é sua aceitação que está aqui sendo classificada como ortodoxa.

Além disso, a aceitação da lei de Say implica em concluir pela estabilidade como algo inerente à economia, uma vez respeitados os mecanismos de mercado, e a ortodoxia se define, então, pela recusa da intervenção estatal, que é vista como ineficiente.

No extremo oposto, temos a visão dos que negam a lei de Say baseados numa concepção distinta de moeda. Para estes, a moeda é uma relação social fundamental em economias capitalistas, ou é uma garantia contra a incerteza, o que lhe dá importância específica e justifica que possa ser desejada por si mesma.<sup>1</sup> Tal possibilidade conduz a que a igualdade entre os fluxos de renda e despesa que caracteriza a lei de Say possa não se verificar de forma geral e sistemática, dando origem a crises em algumas ocasiões. Neste sentido, a moeda não é neutra, porque afeta a atividade produtiva e é endógena, visto que ao ser mais (ou menos) desejada ou demandada, acaba por reduzir (ou aumentar) a disponibilidade de moeda existente, afetando a oferta, ao invés de ser independente dela. Além disso, a oferta de moeda é vista como resultado de pressões do lado da demanda e, dada a imprevisibilidade da mesma, seu controle pelas autoridades monetárias é visto como discutível ou relativo e por vezes indesejável.

Uma vez que esta concepção nega a lei de Say, ela é vista como heterodoxa. Ao negar a lei de Say, ela abre lugar à discussão de questões relativas à instabilidade e à crise e, rejeitando o mecanismo de mercado como auto-regulador, dá importância à intervenção do Estado.

Observe-se que uma das razões fundamentais para a negação do mecanismo de mercado como regulador, pela heterodoxia, é a incorporação, na análise, do tempo como histórico e não no seu aspecto lógico. Os ajustes para frente e para trás de algumas variáveis econômicas, em resposta a choques de origens diversas é o que permite, nas teses ortodoxas, os equilíbrios da economia real. Mas tais ajustes para frente e para trás só são admitidos porque a concepção de tempo para a ortodoxia é a de tempo lógico. A noção de tempo histórico não admite reversibilidade e, então, cada momento do presente afeta o futuro, que não pode, bem como as condições que nele prevalecerão serem antecipados. Veremos, adiante, que tal concepção de tempo histórico implica em prescrições de políticas econômicas bastante específicas e diferentes do que prega a ortodoxia.

Numa posição intermediária encontramos o que Mollo, Silva e Torrance (1997) chamaram de visão convencional. Esta visão é intermediária porque aceita no longo prazo as conclusões da ortodoxia mas, ao mesmo tempo, não as aceita no curto prazo. Segundo seus defensores há rigidez de preços, falhas de mercado e informação imperfeita dos agentes econômicos, que tornam a moeda não neutra no curto prazo e conduzem a desequilíbrios de mercado. Assim, a intervenção estatal é chamada a colaborar com a condução da economia à trajetória de equilíbrio durante esse período de desajuste. A noção de tempo, para essa concepção, é a ortodoxa de tempo lógico, ou então não haveria como conceber, como fazem, uma situação apenas transitória de desequilíbrio de curto prazo, resolvido no longo prazo pelo aprendizado lento dos agentes econômicos. Caso a percepção de tempo fosse a de tempo histórico, o curto prazo alteraria sempre o longo prazo, que não poderia, pois, ser apreendido a priori pelos agentes econômicos. Percebe-se, então, que o conteúdo maior das percepções econômicas desta abordagem convencional é ortodoxo, embora apresentem a nuance de

<sup>1</sup> A idéia de relação social é derivada de Marx, e de garantia contra a incerteza de Keynes. Essas idéias acabam por influenciar diferentes posições heterodoxas, em particular a dos estruturalistas, regulacionistas e pós-keynesianos.

<sup>2</sup> Essas concepções vêm também a não neutralidade da moeda por meio do crédito que potencializa a atividade produtiva, sendo tal crédito concebido como não necessitando de poupança prévia para ser concedido.

que a curto prazo os equilíbrios precisam da intervenção estatal, o que justifica sua classificação como intermediária.

Uma vez definidas as noções de ortodoxia e heterodoxia, no que se refere à forma de encarar a lei de Say, a neutralidade ou não neutralidade da moeda, assim como a aceitação ou não da TQM, da abordagem monetária do Balanço de Pagamento e da intervenção discricionária do Estado, classificaremos a seguir as diferentes prescrições de regimes cambiais. Os diferentes programas de estabilização serão abordados na parte 3.

### *Os regimes cambiais ortodoxos e heterodoxos*

A prescrição de taxa de câmbio fixa de McKinnon (1988) utiliza o argumento de que uma depreciação cambial só melhora o Balanço de Pagamentos muito transitoriamente, porque ao conduzir a um superávit, leva a um aumento do estoque de moeda, elevando a demanda agregada e logo os preços, o que desfaz o ganho de competitividade obtido inicialmente. O argumento é, pois, o da TQM (Teoria Quantitativa da Moeda -  $MV=PY$ ), onde o aumento da oferta de moeda ( $M$ ) não afeta  $Y$ , que é a produção real, uma vez que a moeda é neutra. Como  $V$  (velocidade da circulação da moeda) é estável (ou depende de variáveis determináveis e estáveis), o efeito de aumento de  $M$  não é contrabalançado por variações em  $V$ , refletindo-se todo e rapidamente sobre o aumento do nível geral de preços  $P$ .

O câmbio fixo, no nível da paridade do poder de compra (PPC), permite que os movimentos de comércio de um lado, e de capitais, de outro, se compensem, equilibrando rapidamente as contas externas, porque a neutralidade concebida da moeda faz com que ela não afete os preços relativos (entre bens comercializáveis e não comercializáveis, por exemplo).

A visão aqui chamada de convencional, ao não admitir a neutralidade da moeda a curto prazo, percebe os problemas provocados por mudanças nos preços relativos entre bens comercializáveis e não comercializáveis, propondo que o câmbio flutue para acomodar tais mudanças. A velha discussão entre Keynes e Ohlin sobre transferências no pós-guerra é utilizada com frequência para sustentar esse argumento (Krugman, 1991). Se um país superavitário  $A$  faz uma transferência, ou empresta a outro país deficitário  $B$  e esses países se endividam na mesma proporção, ainda assim não é possível afirmar que o ajustamento do Balanço de Pagamentos pode se dar sem movimento da taxa de câmbio. Isso porque qualquer alteração da renda de exportadores do país  $B$ , que conduza a maior demanda por bens não comercializáveis, maior do que por bens comercializáveis, requererá mudança de preços relativos para acomodar o crescimento da demanda, ou seja, crescem os preços dos bens não comercializáveis. Então o câmbio precisa mudar, ou a moeda do país  $B$  precisa se apreciar com relação à do país  $A$ , para compensar o impacto positivo sobre as importações que tal mudança de preços relativos provoca. Em caso contrário, o desequilíbrio não se resolverá facilmente, já que as importações de  $B$ , já deficitário, aumentarão.

A flexibilidade cambial é então defendida pelos teóricos da visão convencional, e ela vem sendo prescrita em nome de maior autonomia dos governos para operar políticas monetárias distintas em relação aos demais países.

Esse grupo de economistas, chamados aqui de convencionais, têm uma posição ortodoxa no sentido de que confiam no mercado para fixar o câmbio, e um caráter menos ortodoxo ao admitir a importância de uma política monetária específica para cada país. Ao contrário dos ortodoxos da taxa fixa de câmbio, que não admitem nenhum poder discricionário da política econômica e pregam a regra monetária implícita no câmbio fixo, os defensores da flexibilidade cambial dão alguma importância à discricionariedade, ao admitir taxas de inflação diferenciadas entre países que acomodem as especificidades dos mesmos.

Quanto aos heterodoxos, colocam-se contra os automatismos tanto da regra monetária embutida no câmbio fixo, quanto do mercado, ao admitir que este fixe livremente a taxa de câmbio. As razões apontadas pelos heterodoxos para tal aversão aos automatismos, se relacionam às especificidades de cada país, à descrença no mecanismo de mercado como regulador e à concepção do tempo como histórico.

No que se refere às especificidades entre os países, os heterodoxos (estruturalistas em particular) chamam atenção para dificuldades institucionais como rigidez de salários, rigidez das pautas de exportações e de importações, qualidades distintas de produtos, processos de trabalho e condições de produção diferenciadas que tornam o custo social do ajustamento pelo mercado

elevado. Assim, pregam política industrial específica e protecionismo como forma de atuação mais adequada no que se refere às relações com o exterior.

Quanto à percepção do mercado como não sendo regulador vimos, ela está relacionada à noção de tempo histórico. De fato, sendo o tempo histórico, o que ocorre no curto prazo muda irreversivelmente as condições de longo prazo. Por um lado, esse fato conduz a que toda política econômica, monetária ou não, precise admitir a discricionariedade, e fugir dos automatismos (tanto do mercado quanto de regras fixas) porque, como o futuro é imprevisível, é preciso deixar que os eventos se desenhem paulatinamente, para que se tenha uma noção mais adequada das soluções necessárias. Trata-se, pois, de um argumento que prescreve ações governamentais de sintonia fina ("fine tuning") a cada momento do tempo.

Por outro lado, esse tipo de percepção do tempo como histórico faz da moeda algo especialmente importante como procedimento ou regra de coordenação indireta da economia. É porque não se sabe o que vai acontecer no futuro, ou como se articularão as diferentes atividades econômicas nos diferentes setores e entre os diferentes agentes econômicos, que os contratos monetários importam. É como se a moeda, por meio dos contratos monetários articulasse os agentes e processos econômicos aparentemente independentes, e aproximasse de certa forma o futuro. A moeda passa a ter então uma importância qualitativa que impede que possa ser controlada por meio de regras e procedimentos meramente quantitativos. Essa é outra razão para que o governo zele pelas dinâmicas monetárias, não as deixando à mercê de interesses privados; garantindo liquidez suficiente para que cumpra seu papel articulador / acomodador das interações entre os processos econômicos de produção, circulação e distribuição; e ainda buscando dar à moeda respeitabilidade / reconhecimento social que lhe permitam generalidade de uso suficientes para uma boa coordenação indireta do processo econômico.

Assim, a prescrição de regime cambial dos heterodoxos rejeita o automatismo de mercado das flutuações livres, prefere uma taxa de câmbio fixa no sentido de determinada a partir de objetivos de política econômica, embora rejeite, também, o lado automático da regra rígida, prescrevendo ajustes cambiais sempre que se fizerem necessários diante das especificidades, problemas e soluções particulares.

### 3. A ORTODOXIA OU HETERODOXIA DOS PROGRAMAS DE ESTABILIZAÇÃO

É interessante observar como a questão paradigmática torna-se sutil e ambígua quando se examina planos de estabilização. Uma observação superficial dos programas recentemente implantados na América Latina nos leva a crer que estamos diante de uma convergência de políticas econômicas. Devemos, então, enfatizar os pontos de contato para perceber com mais clareza as distâncias que separam os programas de estabilização da Argentina, do Brasil e do Chile, que serão analisados abaixo.

Em primeiro lugar, os planos acima mencionados têm em comum, o caráter liberal (e nesse sentido ortodoxo), relacionado ao desenvolvimento do processo de globalização econômica. Este contribuiu positivamente no combate à inflação, por um lado, por meio da liberalização do comércio, que aumentou a concorrência, apreciou a moeda doméstica em relação à moeda internacional, expandindo as importações e pressionando para baixo os preços dos bens comercializáveis. Por outro lado, a globalização ampliou largamente a entrada de capitais externos atraídos por elevadas taxas de juros, permitindo um aumento das reservas internacionais, condição necessária à implementação de programas ancorados na taxa de câmbio nominal.<sup>3</sup>

Em segundo lugar, os países envolvidos têm um passado comum de taxas elevadas de inflação que apresentaram um componente inercial baseado na recomposição das rendas passadas e que criou uma forte rigidez para baixo dos preços tomando o processo inflacionário crônico.

Em terceiro lugar, a maior parte dos planos privilegia a âncora nominal, o que, seguindo a classificação anterior, nos remeteria também à ortodoxia. Contudo, essa é uma conclusão apressada, se observarmos algumas outras características dos planos, e analisarmos sua evolução.

<sup>3</sup>Sobre o influxo de capitais externos em geral, ver Aglietta (1986 a e b), Belluzzo (1995), Coutinho (1995) e Cartapanis (1984 e 1996). Para a América Latina no período recente ver Bacha (1993). Calvo et.al. (1993) apresentam uma análise muito interessante sobre a relação entre influxos de capital e apreciação da taxa de câmbio, no contexto dos países latino americanos.

Com relação a planos anteriores implantados em alguns desses países (Plano Austral na Argentina, em junho de 1985 e o Plano Cruzado no Brasil, em fevereiro de 1986) não hesitaríamos em classificá-los como heterodoxos, seguindo Agénor e Montiel (1996, pp. 282-93). Os planos considerados heterodoxos baseiam-se na premissa de que a inflação embute um forte componente inercial tal que, mesmo que os *fundamentals* sejam corrigidos, a inflação persistirá a taxas elevadas. Assim sendo, não se acredita nas forças do mercado para transformar os choques fiscal e/ou monetário em estabilidade de preços<sup>4</sup>, daí sua heterodoxia. Tanto os economistas tidos como heterodoxos, quanto os economistas convencionais, de acordo com a taxonomia desenvolvida por Mollo, Silva e Torrance (1997) adotam esta postura de análise.

Os economistas ortodoxos concordam, também, com a inércia inflacionária, mas destacam que esta está relacionada com a inércia da política monetária. A inércia inflacionária tem, portanto, origem distinta. O remédio ortodoxo para combater a inflação é então o rompimento da inércia por meio do controle do agregado monetário.

Destacamos, então, que os planos heterodoxos se baseiam fundamentalmente em controles sobre preços e rendas, enquanto os planos ortodoxos privilegiam o controle dos agregados monetário e/ou fiscal. Observe-se, porém, que é possível associar tais critérios com maior ou menor discricionariedade, encontrando, assim, um ponto comum com a classificação anteriormente desenvolvida. Os controles de preços e rendas implicam em grande discricionariedade por parte do Governo, enquanto a política monetária, é vista pelos mais liberais como a mais desejável, exatamente porque, segundo eles, é a que implica em maior respeito às decisões individuais, por se constituir de variações de quantidade de moeda e de taxas de juros que são uniformes para o conjunto dos agentes econômicos. São, então, as menos discricionárias, e por isso as mais desejáveis para os liberais. Quanto à política fiscal, pode conter maior discricionariedade (quando afetam as decisões microeconômicas), ou menor (quando se atêm ao lado macro da economia). Assim, o que separa os convencionais dos ortodoxos, nessa matéria, é que, para esses últimos é preciso evitar discricionariedade tanto do lado macro quanto do lado micro, enquanto para os convencionais é aconselhável evitá-la do lado micro (por isso são resistentes a política industrial), mas a aceitam e preservam do lado macro<sup>5</sup>.

Admitindo estas premissas, podemos perceber a distinção das motivações que separam a âncora cambial ortodoxa da âncora cambial heterodoxa.

A âncora cambial ortodoxa tem por objetivo principal retirar o controle monetário das mãos do Banco Central de certo país, reduzindo o poder discricionário da autoridade monetária, submetendo a economia nacional ao controle monetário de economias externas, dotadas de políticas monetárias tidas como "independentes". A ideia é de que, na ausência de interesse dos governos de controlar a quantidade de moeda e consequente perda de credibilidade, é preciso tirar o controle monetário deles, atrelando-o a uma variável externa que restaure sua credibilidade. Como foi referido anteriormente, a inflação ortodoxa depende basicamente das expectativas em relação ao futuro da política monetária e fiscal. Os erros dos fundamentos monetários e fiscais afetam a trajetória futura esperada dos preços. Nesse sentido, os planos de estabilização ortodoxos devem buscar controles nominais e fiscais adequados, mas que sejam fundamentalmente críveis.

A âncora cambial heterodoxa, por sua vez, tem por objetivo interromper o mecanismo de indexação, mecanismo este que é considerado como responsável pela propagação dos aumentos de preços. Notoriamente este expediente vem sendo utilizado (em maior ou menor grau com controle de preços) juntamente com uma política de rendas que busca um ajuste dos salários aos seus valores médios anteriores.

Assim, no que se refere à questão da credibilidade, os heterodoxos e os convencionais consideram que uma política de estabilização deve, também, ser crível, na medida em que os preços e os salários contratados e sua indexação dependem das expectativas dos agentes sobre a eficácia do controle inflacionário. A rigidez da inflação para estas visões deve-se, justamente, às expectativas incorporadas nos contratos justapostos.

<sup>4</sup> Além disso, qualquer ajuste monetário ou fiscal traz um custo social insuportável, uma vez que resulta em profundas e prolongadas recessões (Andrade e Silva (1996, p. 441).

<sup>5</sup> Esse tipo de separação entre posições é aceito até por economistas convencionais como Krugmann, (1991) que, aliás, chega a sugerir-la à página 24.

Mas há aqui uma diferença. Para os heterodoxos, essa credibilidade encontra-se relacionada à consecução e ao sucesso de políticas econômicas de médio e longo prazos, que contemplem o andamento de uma gama de variáveis econômicas mais ampla, como emprego, nível e condições do trabalho e taxas de crescimento do produto. Aos convencionais, porém, interessa sobretudo a condução das políticas fiscal e monetária de curto prazo, visando um controle a longo prazo da quantidade de moeda (vista como neutra nesse período), e buscando conduzir a economia à trajetória de equilíbrio (vista como garantida pelos "fundamentais" a longo prazo). Nesse sentido os economistas convencionais não se distinguem muito dos economistas ortodoxos.

Depois dos trabalhos de Kydland e Prescott (1977), Calvo (1978) e de Barro e Gordon (1983a,b) e outros é ingrediente frequente, no exame de planos de estabilização, contemplar a chamada 'inconsistência temporal' das políticas econômicas ótimas, que no caso de políticas de estabilização coincidem com o reconhecimento, por parte dos agentes, de que o governo irá expandir a oferta de moeda acima do anunciado. Nesse sentido, uma literatura crescente vem salientando a importância da política de câmbio fixo pré-anunciado como uma forma de eliminar a inconsistência temporal em programas de combate à inflação.

A perda do controle sobre a política monetária ensejada pelos programas de estabilização ancorados no câmbio seria compensada por ganhos de credibilidade.

A questão da credibilidade, contudo, é menos presente na proposta dos economistas heterodoxos. Entendendo a inflação como função do mecanismo de inércia de preços e custos, ou privilegiando em suas análises causas de natureza estrutural, as expectativas em relação ao futuro são minimizadas dentro deste enfoque. Além disso, a percepção do tempo como histórico, como vimos, faz das mudanças no dia a dia da política econômica uma necessidade e uma constante, o que separa, nas análises heterodoxas a idéia de perda de credibilidade da chamada 'inconsistência temporal'.

A discussão acima ilustra a dificuldade de classificação dos programas de estabilização, no curto prazo, em ortodoxos ou heterodoxos. O que nos ajudará a distingui-los adiante será a análise do seu desdobramento ao longo do tempo.

### *A ortodoxia do programa argentino.*

O programa argentino é o que mais se assemelha ao padrão ouro e à proposição de McKinnon (1988) de taxa de câmbio fixa sendo definido, a partir de nossa análise, como o mais ortodoxo. O Plano de Conversibilidade aprovado pelo Congresso Argentino em 1º de abril de 1991 (lei n. 23929), institucionalizou uma quase caixa de conversão. O regime puro de caixas de conversão embute um mecanismo de expansão da base monetária que pode ser expressa pela seguinte relação:

$$BM = k \cdot E \cdot RI$$

onde  $BM$  é o nível da base monetária,  $E$  é a taxa de câmbio nominal e  $RI$  é o nível das reservas internacionais. O parâmetro  $k$  deve assumir o valor 1 quando a caixa de conversão pura é implementada tal que a base monetária é totalmente lastreada pelo estoque de reservas.

Então  $k =$ , torna-se a regra de política monetária para emissão de moeda que garantirá que um país manterá a taxa de câmbio fixa e um lastro de 100%.

O lastro exigido de reservas limita o poder emissor do governo. Como a razão entre base monetária e taxa fixa de câmbio é igual ao estoque de reservas, a emissão de moeda doméstica depende completamente do que ocorrer nas relações externas. Perde-se, nesse processo, qualquer possibilidade de discricionariedade em matéria de política monetária como, por exemplo, a possibilidade do governo operar no 'open market'.

O afastamento de uma caixa de conversão pura reflete-se em situações onde  $k$  difere de um. Esse é o caso das chamadas quase caixas de conversão, situação implantada na Argentina a partir de abril de 1991.

Entre os aspectos básicos da quase caixa de conversão argentina, estabelecida pela lei 23929, destacam-se: o compromisso do Banco Central em emitir moeda doméstica (o peso) quase que exclusivamente lastreado pelo valor das reservas; a paridade fixa de 1 para 1 entre o peso e a

<sup>6</sup> A "inconsistência temporal" se refere à mudança da política econômica com relação ao que foi anunciado.

moeda âncora, o dólar americano; a garantia do Banco Central da Argentina de converter pesos (em notas ou moedas) na moeda âncora à taxa de câmbio oficial quando demandado pelos agentes (Zarazaga, 1995).

É interessante observar que, no conceito de reservas são incorporados títulos públicos até o limite de 20% das mesmas ou até 33% em situações de emergência (Machinea, 1996). Isto permite algum grau de flexibilidade para a política monetária no curto prazo. Contudo, quando o pânico contaminou a América Latina, após a crise do peso mexicano a partir do final de dezembro de 1994, a quase caixa de conversão não foi suficiente para proteger a Argentina contra ataques especulativos à sua moeda. Os efeitos da desvalorização do peso mexicano levaram o Banco Central argentino a adotar medidas para aumentar a liquidez e evitar o caráter sistêmico da crise. Entre os instrumentos utilizados destacam-se: redução dos requerimentos de reservas compulsórias; incentivos à redistribuição da liquidez entre os bancos através do mercado interbancário; implantação de um sistema de seguros para depósitos; e maior flexibilidade em suas políticas de redesconto. Empréstimos a bancos que enfrentavam crise de liquidez cresceram de US\$62,5 milhões, no final de dezembro de 1994, para US\$292,5 milhões, no final de janeiro de 1995. Em abril do mesmo ano o montante de empréstimo pela janela de redesconto para atender à crise de liquidez atingiu o surpreendente montante de US \$ 1,634 milhões (Banco Central de la República Argentina, 1995, pp. 3-5).

O mencionado grau de flexibilidade da política monetária, não foi, contudo, suficiente para evitar a drenagem de depósitos bancários ocorrida no primeiro trimestre de 1995 quando a Argentina acumulava uma perda de 18% dos depósitos existentes antes da desvalorização do peso mexicano. Zarazaga (1995, p.17) sugere como medida da gravidade da crise bancária argentina o fato de que, em apenas três meses, a Argentina experimentou, em termos proporcionais, a mesma contração de depósitos que os Estados Unidos durante os dois primeiros anos da Grande Depressão. A corrida contra os bancos tornou-se uma corrida contra a moeda doméstica, levando a uma fuga de capitais e a um declínio acentuado das reservas internacionais.

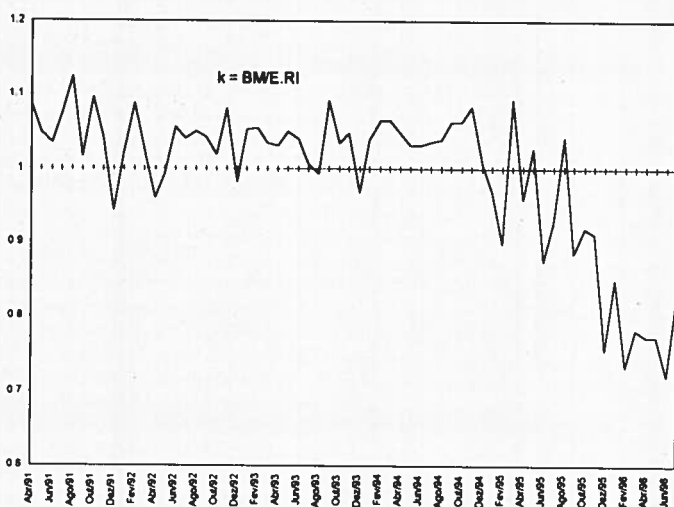
As figuras abaixo permitem detectar o afastamento do regime argentino da caixa de conversão pura. Da figura 1, que mostra a trajetória do  $k$ , pode-se depreender os desvios de movimento da base monetária com relação ao movimento do valor das reservas expressos em moeda nacional, por meio da oscilação dos valores de  $k$  em torno de 1. Isso é confirmado pela figura 2, que sugere co-movimentos entre a base e as reservas em momentos de normalidade (por exemplo, abril de 1991 até dezembro de 1994). As séries não se sobrepõem perfeitamente, devido ao pequeno grau de flexibilidade da política monetária já abordado acima. A interrupção desse movimento contínuo entre base e reservas fica evidente a partir de janeiro de 1995, como reflexo da crise mexicana e das tentativas do Banco Central da Argentina de evitar o aprofundamento da crise bancária. Note-se que o comportamento do crédito interno líquido corresponde à imagem inversa do comportamento das reservas internacionais. A queda abrupta das reservas internacionais, no primeiro trimestre de 1995, é compensada pela expansão acentuada das operações de crédito, servindo para estabilizar a base monetária e consequentemente a liquidez. Ao retorno do fluxo de capitais externos, que se traduziu em aumentos das reservas internacionais a partir de janeiro de 1995, correspondeu uma queda acentuada no crédito interno líquido, mantendo o aperto monetário além do necessário para suportar o regime de caixa de conversão e taxa de câmbio nominal fixa.

Em resumo, a experiência recente da política monetária da Argentina mostra que a institucionalização da caixa de conversão através de lei (visando garantir credibilidade ao plano) não foi suficiente para evitar ataques especulativos, nem para impedir políticas discricionárias por parte das autoridades monetárias, quando elas se mostraram necessárias para evitar danos maiores<sup>7</sup>.

### Figura 1: Evolução da relação entre Base Monetária e Reservas Internacionais

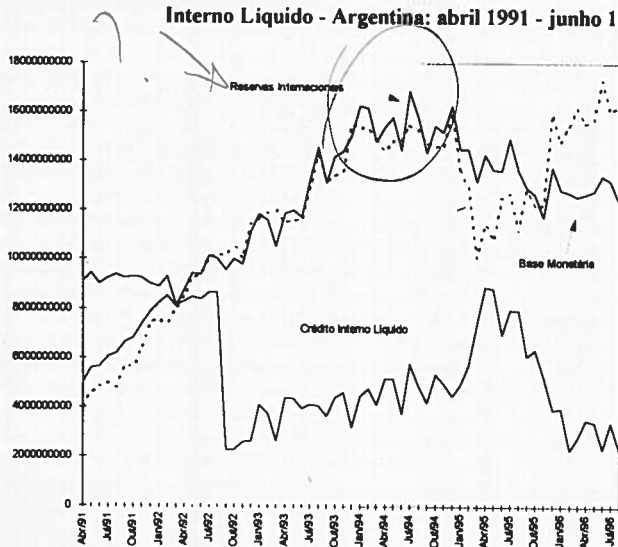
Argentina: abril 1991 - junho 1996

<sup>7</sup> A esse respeito é preciso frisar que o papel de prestador de última instância do Banco Central se impôs como necessidade, e exigiu inclusive a mudança da legislação argentina.



Fonte: CEAL - 1996

Figura 2: Evolução da Base Monetária, Reservas Internacionais e Crédito Interno Líquido - Argentina: abril 1991 - junho 1996



Fonte: CEAL, 1996 e Fundo Monetário Internacional

O aumento exagerado das reservas nos últimos anos, relativamente à base monetária, significa, por um lado, um aperto de liquidez e juros altos cujos custos sociais, sabemos, têm sido muito elevados a julgar pelas taxas de desemprego beirando os 20% da força de trabalho, como



consequência da queda do crescimento (que atingiu -2,5% em 1995), para segurar a inflação em torno de 1,8% ao ano (Silva, 1996).

Esse comportamento derivou da necessidade de restringir o crescimento (via aperto monetário interno), como forma de conter o déficit comercial, na ausência de possibilidades de desvalorizações em nome da 'mistica' de manutenção da credibilidade externa do programa de estabilização, credibilidade essa que, vimos, não foi assegurada na prática.

Em qualquer caso, a evolução das variáveis econômicas argentinas e, sobretudo, o aumento do custo social a elas associado, mostram os problemas e os limites das prescrições ortodoxas.

### *A heterodoxia do programa chileno.*

Nosso objetivo, aqui, é o de analisar o programa chileno de estabilização implantado na década de 1990, após a posse do governo democrático, e mostrar que ele pode ser encarado como o mais heterodoxo dos planos examinados nesse trabalho, na medida em que é o que implica em maior discricionariedade, em geral, e em matéria monetária, em particular.

Antes, porém, de iniciar a análise do período mais recente, é preciso mencionar o que caracterizou os programas chilenos anteriores, de forma a destacar diferenças e semelhanças. Seguiremos aqui a caracterização de Edwards (1992), para quem a primeira fase do Governo Pinochet, a liberal dos "Chicago boys", vai até 1982, seguindo-se uma fase caracterizada como de timidez da política econômica até 1985 e, finalmente, de um período, entre 1985 e 1989, onde passa-se a praticar uma política macroeconômica ativa mais pragmática -onde o grau de heterodoxia mostra-se, portanto, maior.

A primeira fase, de caráter francamente liberal - e então ortodoxo, conforme nossa classificação - foi bastante problemática. Embora sejam apontados como pontos positivos as correções dos sistemas de preços e tributário, a eliminação do déficit fiscal, o crescimento das exportações e a manutenção da inflação em níveis históricos, a poupança e o investimento não cresciam, o desemprego aumentou muito e observou-se concentração nos setores industrial e financeiro.

Destaque-se, em particular, para o que nos interessa neste trabalho, que são apontados como problemas principais nesse período a falta de supervisão do setor financeiro; o automatismo da taxa fixa de câmbio, justamente quando os salários estão indexados à inflação passada e esta é cadente; o que sobrevalorizou muito o câmbio; tudo isso aliado à abertura descuidada do mercado de capitais e à passividade da política econômica em geral, na espera de que o mercado ajustasse sozinho a economia.

Conforme Edwards (1992), as limitações de natureza política às críticas conduziram "os 'Chicago boys' ao que Carlos Díaz Alejandro denominou 'a ortodoxia prática', incluindo as posturas ingênuas relacionadas com a visão mais simples do enfoque monetário do balanço de pagamentos" (Idem, p. 217). Em 1983 inicia-se um período que mostra timidez da política econômica, às voltas com o confronto entre as idéias liberais e as de seus críticos. Várias taxas de câmbio foram experimentadas: o setor financeiro foi nacionalizado para evitar a crise bancária; elevaram-se as tarifas de importações; e o gasto fiscal foi aumentado, buscando impulsionar a atividade econômica. Isto, todavia, sem que houvesse resposta positiva em matéria de recuperação da economia.

É somente em 1985 que se inicia uma política mais discricionária, fugindo dos automatismos iniciais e que se mostrará mais bem sucedida no sentido de recuperação econômica. De fato, esse período, caracterizado por uma política macroeconômica ativa, teve como destaque, no que se refere à política monetária, o aumento da quantidade de moeda, que garantiu a manutenção de juros baixos, e o aumento de fundos financeiros, como os fundos de pensão, que sustentaram o desenvolvimento do sistema financeiro.

No que se refere à política fiscal, os gastos públicos foram reconduzidos dos gastos correntes para os de capital, e a política cambial implicou numa desvalorização de cerca de 90% do peso entre 1982 e 1988. Depois de 1982 o peso sofreu desvalorizações acima da inflação, tendo sido abandonada a taxa de câmbio fixa. Mas a partir de 1985 a política cambial mostra mais refinamento (Edwards, 1992) destacando-se a imposição de uma banda cambial larga, com ajustes baseados nas inflações interna e externa, mas levando também em conta outras variáveis. A taxa de juros conseguiu então ficar baixa, o que garantiu, no final da década altas taxas de crescimento,

queda do desemprego, aumento da população empregada e outros bons resultados como inflação moderada e controlada e aumento das exportações (Meller, 1996).

Cabia, pois, ao governo democrático que se instalava no início da década de 1990, não apenas consolidar os ganhos até então obtidos, mas ainda ampliá-los, sobretudo no que se refere à dívida social acumulada na ditadura.

A política antiinflacionária a ser implementada pelo novo governo precisava mostrar firmeza quanto ao objetivo de combate ao crescimento dos preços, que se acelerava com o início do período democrático. sem, contudo, romper com os compromissos assumidos de melhoria da situação social (Meller, 1996). A solução foi misturar regras com discricionariedade, rigidez de objetivos com flexibilidade de instrumentos, optando pela banda cambial ajustável através de normas de modificação do valor central da banda, combinada com flutuação suja no interior da banda.

O regime de banda cambial é aparentemente mais heterodoxo do que a taxa fixa de câmbio, uma vez que admite, tal como o faz a visão considerada convencional, o uso da taxa de câmbio como instrumento de política econômica para acomodar mudanças de preços relativos provocadas por choques de naturezas diversas, inclusive impulsões monetárias no curto prazo (dada a não neutralidade da moeda nesse período).

No longo prazo, porém, conclusões relativas à neutralidade da moeda e à concepção de tempo lógico, e sobre o poder regulador do mercado aproximam a defesa do regime de bandas cambiais da visão paradigmática ortodoxa. A aproximação com a ortodoxia fica clara na medida em que se afirma que a credibilidade da banda decorre da crença na tendência da taxa de câmbio de convergir para a taxa de câmbio de equilíbrio - *fundamental equilibrium exchange rate* (FEER) - que coincide com o valor central da banda e expressa os chamados fundamentais (Williamson, 1988). Nesse sentido desestimularia a especulação e garantiria o equilíbrio macroeconômico externo e interno a longo prazo. Ora, a determinação macroeconômica da FEER se faz a partir de modelos que supõem um nível de desemprego semelhante ao desemprego "natural", e adotam a hipótese do tempo lógico. De fato, o equilíbrio interno está associado ao NAIRU - *non accelerated inflationary rate of unemployment*, o que supõe a neutralidade da moeda a longo prazo. A razão para tanto é que, se a moeda não fosse neutra afetaria a produção e reduziria o desemprego sem limites como o NAIRU, que é considerada uma taxa de desemprego alta (Davidson, 1992-93).

O fato do argumento teórico das bandas cambiais ser ortodoxo, em vista das razões acima mencionadas, não impede que elas sejam usadas, na prática, de forma diferente, como mera via intermediária entre as taxas de câmbio fixa e flexível, adquirindo um caráter heterodoxo ao serem fixadas onde conseguem articular os objetivos de política econômica, por meio de tateamento por parte dos *polymakers*. Nesse caso, passam a ser mais heterodoxas, porque são usadas como instrumento de política econômica ajustável, implicando discricionariedade. É o caso do programa chileno, e em certa medida do brasileiro, como veremos adiante.

A política cambial da década de 1990 caracterizou-se por um elevado grau de discricionariedade com o Banco Central criando formalmente a banda de flutuação da taxa de câmbio permitindo a acomodação de pressões do mercado. Estabeleceu uma paridade para o centro da banda chilena<sup>\*</sup> e fixou limites de flutuação simétricos ao redor da taxa de câmbio de referência. O regime instituído no início dos anos 1990 contemplava intervenções do Banco Central no mercado para impedir que a taxa de câmbio ultrapassasse os limites institucionalmente definidos. A largura da banda foi paulatinamente crescendo de um valor inicial de  $\pm 2,5\%$ , que evoluiu para  $\pm 5\%$  e, finalmente, atingiu, no início de 1992, uma banda de flutuação oscilando em  $\pm 10\%$  em torno do valor central (Meller, 1996).

A idéia aqui é a de que, embora tenham que haver limites às flutuações cambiais que impeçam a indexação da inflação e o desenvolvimento do componente inercial da mesma, não é possível ancorar a moeda em uma taxa fixa, porque o passado inflacionário tende a desacreditar medida com tal rigidez em termos nominais. Mais que isso, tal credibilidade fica abalada com a consequente sobrevalorização da moeda, quando esta gera sucessivos déficits comerciais.

<sup>\*</sup>Chamada taxa de câmbio "acordo" (Meller, 1996).

O alargamento da banda deveu-se a pressões por valorizações e teve também o objetivo de acomodar pressões do mercado, em especial as provocadas pela entrada de capitais nos anos noventa, que conduzia a taxa de câmbio a se aproximar sistematicamente do nível inferior da banda.

Além do caráter heterodoxo de bandas ajustáveis, que tiveram tamanho alterado e revalorizações abruptas implicando mudanças de regras, o Chile usou impostos sobre a entrada de capitais a curto prazo, para desestimulá-las, mudou normas de desvalorização cambial e implementou um sistema de flutuação suja, intervindo discricionariamente (sem aviso ou informação prévia), mesmo quando a taxa estava dentro da banda. Em 1994, por exemplo, houve revalorização de 9,66% (Meller, 1996). Em 1995, foi introduzida uma norma de valorização real do centro da banda de 2% anuais (Meller, 1996).

A economia chilena, contudo, manteve-se em crescimento, com taxa de inflação sob controle, taxas de desemprego moderadas entre 5 e 6,5%, e salários reais apresentando aumentos anuais de 4 a 5%, tendo o salário mínimo aumentado 2,5 vezes desde 1989, o que indica um programa bem sucedido<sup>9</sup>.

#### 4- A TÍTULO DE CONCLUSÃO: LIÇÕES PARA O CASO BRASILEIRO

O programa de estabilização brasileiro, iniciado em março de 1994 - Plano Real<sup>10</sup> - contou, numa primeira etapa, com a criação da URV - Unidade Real de Valor, uma unidade de conta que pretendia separar a moeda antiga, contaminada pela inflação, da nova, que viria em julho. A idéia foi a de permitir que os agentes econômicos contassem com melhor padrão de referência ao se iniciar um novo regime monetário, reagindo com maior segurança a preços muito altos ou muito distorcidos, o que impediria a contaminação da moeda nova. A URV, por outro lado, permitiria que os preços não ficassem congelados (problema dos planos anteriores) e que algum ajuste dos preços relativos (extremamente afetados pela inflação alta anterior) fosse levado a cabo antes da moeda nova, o Real. Os salários, fixados em URV desde março, ficariam protegidos com relação às subidas de preços no período de transição de uma moeda para outra.

Quando o Real foi introduzido, em julho de 1994, entrou em vigor uma meia banda cambial, uma vez que o governo anunciou (sem constar em lei), um limite máximo para a taxa de câmbio de R\$1/US\$ sem que houvesse limite mínimo anunciado, para que o governo pudesse intuir tal limite a partir do mecanismo de mercado.

A idéia de banda era, por um lado, usar a âncora cambial como forma de eliminar a inércia inflacionária relacionada à indexação, evitando, porém, por outro lado, a rigidez do programa argentino.

O lado mais ortodoxo do programa brasileiro tem a ver com o aperto monetário que provocou, refletido numa taxa de juros básica bastante elevada e restrições de crédito, com depósitos compulsórios de 90% sobre depósitos à vista, 30% sobre depósitos a prazo e 15% sobre empréstimos bancários. Este aperto, aliado à ampliação da concorrência externa com a liberalização do comércio e a sobrevalorização da moeda interna foram responsáveis pela reversão do nível da atividade econômica no 2º semestre de 1995 e grande número de falências e concordatas, destacando-se os problemas enfrentados no sistema financeiro que já havia perdido ganhos anteriores referentes ao imposto inflacionário ("floating").

O aumento dos juros, por outro lado, vem mostrando consequências danosas ao longo do período recente, uma vez que aumenta significativamente o déficit operacional e a dívida líquida do setor público. Inibe, também, o crescimento econômico, na medida em que afeta negativamente os investimentos.

A política cambial, inicialmente bastante ortodoxa, vem sendo adaptada, ao longo do tempo, na direção de políticas mais heterodoxas em resposta aos problemas que vão surgindo no decorrer da implementação do plano.

Por exemplo: em dezembro a taxa de câmbio alcança R\$ 0,846/US\$. Em março de 1995, dados os problemas de deterioração da balança comercial e as pressões sobre reservas, que se

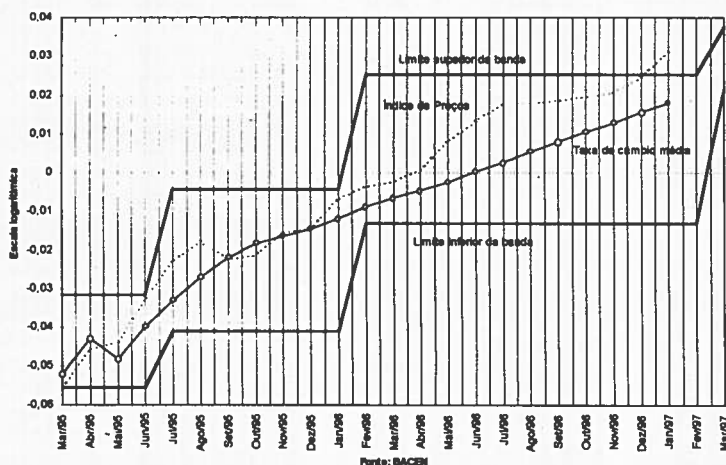
<sup>9</sup>Observe-se que, conforme vimos anteriormente, os sucessos econômicos obtidos pelo Chile antes de 1990, também estiveram relacionados com o aumento da discricionariedade da política econômica antes do novo governo democrático.

<sup>10</sup> Para uma análise exaustiva do Plano Real ver Silva e Andrade (1996).

apresentavam desde setembro de 1994, agravados pela crise mexicana (Bacha, 1996), o Governo além do aperto monetário ortodoxo acima referido, anuncia uma desvalorização de 5% do real em relação ao dólar e adota uma banda deslizante, enquanto retrocede no programa de liberalização do comércio exterior, elevando as tarifas de importação de diversos produtos entre eles automóveis e eletrodomésticos, fazendo uso de uma política discricionária em prol de interesses domésticos.

O governo anuncia, também, o início de uma política cambial de minibanda - além da banda larga para o câmbio, o governo passa a fazer intervenções intrabanda, desvalorizando a minibanda interna à primeira. A dimensão das intervenções (heterodoxas) na minibanda e na banda não são, contudo, anunciadas, para evitar a volta de indexação, embora assumam-se desvalorizações para reduzir a defasagem cambial. Medindo-se pelo nível central da banda cambial, o real desvalorizou-se 24% entre março de 1995 e março de 1997, conforme gráfico abaixo. Entretanto, se observarmos a evolução do câmbio e da inflação entre março de 1995 e janeiro de 1997 verificou-se ligeira sobrevalorização com o câmbio desvalorizando-se 17% e o IGP-DI crescendo 21%. A largura da banda, por sua vez, ampliou-se de 4,6% para 8,6% no mesmo período, observando-se que o governo conseguiu manter a taxa de câmbio em torno da faixa central. As desvalorizações foram também módicas, quando comparadas ao diferencial entre as taxas de juros interna e externa de curto prazo, o que reflete o lado ortodoxo do aperto monetário,

Banda Cambial Brasileira



Outro traço heterodoxo foi a taxação de IOF - Imposto sobre Operações Financeiras (7% na cabeça) sobre aplicações de renda fixa, embora as exceções tenham permitido grande entrada de capitais de curto prazo (Bacha, 1996). A queda recente embora lenta das taxas de juros é, também, um sinal de maior heterodoxia.

Os problemas relacionados à ortodoxia do plano argentino, refletidos na vulnerabilidade a ataques especulativos e no custo social elevado da queda do crescimento e consequente elevação da taxa de desemprego, mostram que o caminho para a heterodoxia é uma necessidade. Aliás, a necessidade da própria Argentina usar a discricionariedade, quando dos problemas provocados pela crise mexicana, sugere uma situação em que a prática pode abalar a teoria.

Além disso, os sucessos econômicos do Chile, cujo programa foi o classificado como o mais heterodoxo, aliados ao fato de que o sucesso chileno só começou a ocorrer quando o caráter discricionário das políticas aumentou, são indícios de que o Brasil tomou uma direção mais correta, ao abandonar em parte a ortodoxia.

Faz-se necessário, porém, observar que o sucesso de maiores doses de discricionariedade aqui observada, deveriam ser o ponto de partida para rediscutir uma participação do Estado mais efetiva no direcionamento da atividade econômica, através de políticas industrial, regional, e de criação de empregos.

Não há dúvida de que as taxas de crescimento brasileiras embora baixas, não se comparam com a situação da Argentina, e que nossa taxa de desemprego, por volta de 6,0% nos últimos anos, são baixas se comparadas aos padrões internacionais. Mas não é possível esquecer que o principal problema do Brasil não é o desemprego, mas é que o trabalhador brasileiro é na sua maioria pobre e desqualificado. Problemas como esse não podem ser entregues ao mercado que, ao contrário, vem reduzindo os empregos industriais. A intervenção discricionária do Estado faz-se, pois, cada vez mais necessária.

A dominação do pensamento ortodoxo, todavia, vem impedindo maiores avanços em matéria de discricionariedade, avanços esses que poderiam ser importantes para ampliar os ganhos e a própria credibilidade do plano. Nesse caso, não estamos falando de uma credibilidade associada à TQM, onde a preocupação é com a quantidade de moeda, o anúncio dela e a consistência entre o anunciado pelas autoridades monetárias e o efetivamente realizado. A credibilidade que nos interessa aqui pode ser associada a uma política econômica que usa o poder discricionário e que pode se alterar para realizar políticas de sintonia fina, por reconhecer que o tempo é histórico e que os problemas e as soluções necessárias só gradativamente vão sendo desenhados. O que garante, nesse caso, a credibilidade, não é a regra, nem o cumprimento dela a qualquer custo, mas é a capacidade que a política econômica tem, e mostra, de articular objetivos e promover a competitividade sistêmica, com um desenvolvimento sustentado no fato de ser mais abrangente e de ter um conteúdo maior de justiça social.

## REFERÊNCIAS

- AGÉNOR, Pierre-Richard e Peter J. Montiel (1996) *Development Macroeconomics*, Princeton, New Jersey: Princeton University Press.
- AGLIETTA, M. (1986a) - *La Fin des Devises Cfltes - Essai sur la monnaie internationale*, Paris, La Découverte.
- AGLIETTA, M. (196b) - *L'écu et la V'elle Dame - un levier pour l'Europe*, Paris, Economica.
- BACHA, Edmar (1993) "Latin America's reentry into private financial markets: domestic and international policy issues. *Texto para Discussão* 299, Rio de Janeiro: Departamento de Economia/PUC.
- BACHA, Edmar (1996) "Plano Real: uma segunda avaliação", em *Seminário 2 anos de Plano Real*, mimeo. CEPAL-IPEA. Brasília.
- BANCO CENTRAL de la República Argentina (1995), *Informe Anual al Congreso de la Nación*, pp. 3-5.
- BARRO, Robert J. e David B. Gordon (1983b) - "Rules, Discretion, and Reputation in a Monetary Policy". *Journal of Monetary Economics* 12(Julho):101-21. Model of
- BARRO, Robert J. e David B. Gordon (1983a) - "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model". *Journal of Political Economy*, 91, no 4 (agosto): 589-609. a
- BELLUZZO, L.G.M. (1995) - "O declínio de Bretton Woods e a emergência de mercados globalizados", em *Economia e Sociedade*, IE/UNICAMP, n. 4, junho.
- BUCHANAN, J.M. (1986) *Liberty, Market and State: Political Economy in the 1980s*, Brighton: Harvester Press.
- CALVO, Guillermo, Leonardo Leiderman e Carmen Reinhart (1993) "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: the role of external factors". *IMF Staff Paper*, Vol.40, No1 (março). Washington DC: The International Monetary Fund.
- CALVO, Guillermo (1978) "On the Time Consistency of Optimal Policy in a Monetary Economy", *Econometrica* 46:1411-28.
- CARTAPANIS, A. (1984) - *Instabilité des Taux de Change et Déséquilibres Internationaux - le cas français*, Paris, Calmann-Lévy.
- CARTAPANIS, A. (1996) - *Turbulences et Spéculations dans l'Economie Mondiale*, Paris, Economica.

- COUTINHO, L. (1995) - "Nota sobre a natureza da globalização", em *Economia e Sociedade*, IE UNICAMP, n. 4, junho.
- DAVIDSON, Paul (1992-93) "Reforming the World's International Money", *Journal of Post Keynesian Economics*, winter, vol. 15, n.2.
- EDWARDS, S. e Alejandra C. Edwards(1992) - *Monetarismo y Liberalización - el experimento chileno*, Fondo de Cultura Económica, México.
- KRUGMAN, Paul (1991) - *Has the Adjustment Process Worked?* Institute for International Economics, Washington, 1991.
- KYDLAND, Finn E. e Edward C. Prescott (1977) "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", *Journal of Political Economy*, vol.85, no.3. Chicago: The University of Chicago Press.
- MACHINEA, J.L (1986). "Uma reflexão a meio caminho: dois anos de conversibilidade," em Seminário 2 anos de Plano Real, mimeo, CEPAL-IPEA, Brasília.
- MCKINNON, Ronald (1988)- "Monetary and Exchange Rates Policies for International Financial Stability: a Proposal"; em *Journal of Economic Perspectives*, vol.2, n.1, winter.
- MELLER, Patricio (1996) - "A política antiinflacionária chilena da década de 90", em Seminário 2 anos de Plano Real, mimeo, CEPAL-IPEA, Brasília.
- MOLLO, Maria de Lourdes R., Maria Luíza F. Silva e Thomas S. Torrance (1996) "Exchange-Rate Regimes: Orthodox and Heterodox Monetary Features", *Série Texto para Discussão* 220, Brasília: Departamento de Economia, UnB.
- SILVA, Maria Luíza Falcão (1996) - "The rules versus discretion debate revisited: What can be learnt from Argentina's quasi-currency - board regime?", *Anais do XXIV Encontro Nacional de ANPEC*, Águas de Lindóia, dezembro.
- SILVA, Maria Luíza Falcão e Joaquim Pinto de Andrade (1996) "Brazil's new currency: origin, development and perspectives of the Real", *Revista Brasileira de Economia*, R.J: 50 (4): 427-67, out/dez.
- WILLIAMSON, J. (1988). "Comment on Mc Kinnon's Monetary Rule", *Journal of Economic Perspectives*, vol 2, n.1, winter.
- ZARAZAGA, Carlos E. (1995). "Argentina, Mexico and Currency Boards: Another Case of Rules Versus Discretion", *Economic Review* (Fourth Quarter), Dallas/US: Federal Reserve Bank of Dallas.