

Efeitos Macroeconômicos Estilizados da Estabilização Monetária Pautada na Taxa Nominal de Câmbio – Experiências Latino-Americanas.

Fernando Ribeiro

Departamento de Economia da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo e
INSPER, Instituto de Ensino e Pesquisa.

Resumo

O artigo evidencia a ocorrência de fatos macroeconômicos estilizados em três experiências de estabilização monetária pautadas na âncora cambial na América Latina. Foram selecionadas a *Tablita* chilena (1978-82), o Pacto de Solidariedade mexicano (1988-94) e a Lei de Conversibilidade argentina (1991-2002). A análise estruturou-se a partir da hipótese de que há um padrão latino-americano de evolução macroeconômica associada à estabilização monetária calcada na âncora cambial. As relações macroeconômicas analisadas são: taxas nominal e real de juros e consumo privado *per capita*; taxa de câmbio nominal, taxa de inflação ao consumidor e taxa real de câmbio; e preços relativos.

Palavras Chave: Estabilização monetária; Taxa nominal de câmbio, *Tablita*, Pacto de Solidariedade, Lei de Conversibilidade e América Latina.

Abstract

The article shows the occurrence of stylized macroeconomic facts. These stylized facts were associated with exchange-rate-based stabilization (ERBS) processes that took place in Latin America. The work selected the experiences of the Chilean *Tablita* (1978-82), the Mexican Solidarity Pact (1988-94) and the Argentina's Convertibility Law (1991-2002). The analysis is based over the assumption that it can be identified a Latin American pattern of macroeconomic evolution associated with the ERBS processes. The macroeconomic relations in this article are: nominal and real interest rate and private *per capita* consumption, exchange nominal rate, inflation rate for consumers and real exchange rate, and relative prices.

Key Words: Monetary Stabilization, Nominal Exchange-rate, *Tablita*, Solidarity Pact, Convertibility Law and Latin America.

JEL: E31, E32 e N16

1. Introdução

O problema de pesquisa abordado nesse artigo trata das relações que se estabelecem entre determinadas variáveis macroeconômicas no contexto da promoção da estabilização monetária por meio da âncora cambial. A literatura e a evidência empírica permitem a identificação de padrões recorrentes nessas relações macroeconômicas. Tais padrões, entretanto, vêm acompanhados de especificidades relativas a cada experiência de estabilização.

Foram selecionadas três experiências latino-americanas de estabilização monetária pautada na utilização da taxa de câmbio nominal: a Tablita chilena (1978-82), o Pacto de Solidariedade mexicano (1988-94) e o Plano de Conversibilidade argentino (1991-96)⁴⁶. Os planos de estabilização selecionados remetem ao critério desenvolvido por Kiguel (1989) e Kiguel and Liviatan (1992), no qual apenas programas onde se pode encontrar um claro compromisso com alguma regra de definição ou de evolução da taxa de câmbio nominal são considerados como experimentos baseados na ancoragem cambial. Além disso, essa estratégia deve ser o ponto central do processo de estabilização monetária⁴⁷.

A relevância do estudo da Tablita chilena repousa, em primeiro lugar, no fato de ser a única experiência, na história recente do Chile, de estabilização monetária pautada na taxa nominal de câmbio. Em segundo lugar, a Tablita insere-se na aplicação quase que simultânea de políticas estabilizadoras no Uruguai (1978-82) e na Argentina (1978-81). Dentre esses planos, a Tablita foi a experiência que logrou maior êxito na redução da taxa de inflação que passou de 92% em 1977 para 9,9% em 1981 (média anual)⁴⁸ (WORLD BANK, 1998).

Não há, na história recente do México, outra experiência de estabilização monetária apoiada na taxa nominal de câmbio além do Pacto de Solidariedade celebrado em dezembro de 1987.

Já com relação à história econômica argentina, há pelo menos cinco experiências de estabilização monetária pautadas na taxa nominal de câmbio. Entretanto, a escolha da Lei de Conversibilidade se justifica primeiro pela sua duração. A experiência que logrou maior êxito do ponto de vista de sua durabilidade excluindo-se a Lei de Conversibilidade foi a fixação cambial promovida no início de 1959 e que durou até fevereiro de 1962. Além disso, a Lei de Conversibilidade guarda a característica de ter imputado fim a um processo de hiperinflação.

Vale acrescentar que o período de análise da experiência argentina se encerra em 1996. Justifica-se esse corte, pois se trata de um momento em que a política cambial é posta à prova em decorrência da crise mexicana. Embora essa crise tenha repercutido de forma

⁴⁶ Em relação à Lei de Conversibilidade argentina, finalizamos o período de análise em 1996 por tratar-se do momento em que a política cambial é posta à prova em decorrência da crise mexicana. Embora essa crise tenha repercutido de forma mais intensa ao longo de 1995, a inclusão do ano de 1996 permite uma apreensão mais detalhada do funcionamento da rigidez cambial num momento de retração no estoque de reservas e de crise de solvência do sistema bancário argentino. No início de 2002, a Argentina viu-se obrigada a abandonar a paridade cambial e adotar oficialmente um regime de câmbio flutuante.

⁴⁷ Além das experiências aqui analisadas, Kiguel and Liviatan (1992) também estudam os programas argentinos de 1959-62, 1967-70, 1973-75, 1978-81 e 1985-86, o processo israelense de 1985 e citam o Plano Cruzado de 1986.

⁴⁸ Na Argentina a taxa anual de inflação ao consumidor passou de 176% em 1977 para 165% em 1981. No Uruguai passou de 58,2% em 1977 para 18,9% em 1982 (World Bank, 1999).

mais intensa ao longo de 1995, a inclusão do ano de 1996 permite uma apreensão mais detalhada do funcionamento da rigidez cambial num momento de retração no estoque de reservas e de crise de solvência do sistema bancário argentino⁴⁹.

O artigo estrutura-se num estudo comparativo entre a evolução das seguintes variáveis macroeconômicas em cada processo de estabilização:

Taxa de juros real e nominal e consumo privado per capita;

Taxa nominal de câmbio e taxa de inflação;

Preços relativos (preços de bens e serviços comerciáveis internacionalmente e não comerciáveis internacionalmente);

Taxa real de câmbio;

Como essas relações macroeconômicas recorrentes desdobraram-se em contextos domésticos e internacionais diversos, as especificidades fazem parte do problema de pesquisa levantado e são tratadas por meio da apresentação da política econômica em geral, em especial da política cambial, além do entorno internacional contemporâneo a cada experiência de estabilização. Em alguns casos, tais especificidades resultaram em mudanças nas relações macroeconômicas esperadas.

Outras recorrências, em especial associadas à evolução do Balanço de Pagamentos, também poderiam ser alinhadas, tais como déficit em conta corrente, evolução das captações externas e estoques de reservas internacionais. Contudo optou-se por um corte do tema em pauta.

Para a apreensão do problema selecionado, o artigo está estruturado em quatro partes a contar por esta introdução. Na seção seguinte apresenta-se a literatura desenvolvida sobre o tema com vistas a se definir a contribuição do artigo. Serão descritos os fatos estilizados associados aos processos de estabilização monetária pautada na taxa nominal de câmbio bem como os modelos desenvolvidos com vistas a explicar os esses padrões macroeconômicos. Na terceira seção abre-se a análise das experiências latino-americanas com vistas a, simultaneamente, identificar a ocorrência dos fatos estilizados e as especificidades históricas que eventualmente resultaram em divergências das trajetórias macroeconômicas em relação aos padrões esperados. Por fim, na última seção alinham-se as conclusões.

2. Estabilização Monetária a partir da Âncora Cambial.

Uma digressão na literatura associada aos processos de estabilização monetária pautada na taxa nominal de câmbio permite, em primeiro lugar, identificar um conjunto de relações macroeconômicas que acabem por constituir uma séria de efeitos estilizados. Essas regularidades, ou fatos estilizados, foram documentados por Kiguel and Liviatan (1992: 282) e Rebelo and Végh (1995: 42).

⁴⁹ No início de 2002, a Argentina viu-se obrigada a abandonar a paridade cambial e adotar oficialmente um regime de câmbio flutuante em fevereiro do mesmo ano. Portanto, nesse trabalho a notação para designar o período de estudo do *currency board* argentino é "(1991-96)" embora a ruptura da política cambial tenha se dado em 2002.

Dada a lenta convergência da taxa de inflação doméstica para as taxas de desvalorização do câmbio nominal ocorre a apreciação da taxa de câmbio real (Rebelo and Végh, 1995: 45; Kiguel and Liviatan, 1992: 289).

Nos primeiros anos do processo de estabilização ocorre a elevação dos gastos privados em consumo. Essa expansão implica aumento nas taxas de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) em relação ao momento anterior à instauração da âncora cambial. Posteriormente, as taxas de crescimento do consumo privado e do PIB mostram desaceleração, podendo tornar-se negativas, traduzindo um período de recessão. Esse comportamento do consumo e do PIB, num ambiente de queda da taxa de inflação, contradiz a evidência da Curva de Phillips. (Kiguel and Liviatan, 1995; Kiguel and Liviatan, 1992 e Nazmi, 1997).

Ocorrem mudanças nos preços relativos. As variações nos índices de preço dos bens não comerciáveis internacionalmente (em especial dos serviços, aluguéis e mão de obra) são maiores, num primeiro momento, do que as variações nos índices que agregam maior ponderação de bens comerciáveis internacionalmente. Decorre disso o aumento dos salários reais em termos de uma cesta de bens transacionáveis (Rebelo and Végh, 1995; Kiguel and Liviatan, 1992). Portanto, espera-se que a razão IPC/IPA seja maior do que a unidade nos primeiros anos do processo de estabilização.

As taxas reais de juros tendem à queda em virtude da redução nas taxas esperadas de desvalorização cambial (Rodriguez, 1982; Dornbusch, 1982).

A demanda por moeda se eleva na medida em que diminui o custo de oportunidade de retenção de encaixes monetários. Ou seja, o declínio da taxa de inflação provoca um processo de remonetização na economia (Rebelo and Végh, 1995).

Por fim, embora além do foco desse artigo, as contas externas são impactadas pela referida apreciação do câmbio real e pela expansão da renda. Dessa forma, verificam-se déficits em transações correntes do Balanço de Pagamentos (Rebelo and Végh, 1995; Kiguel and Liviatan, 1992).

A literatura associada ao tema se desdobrou, portanto, na construção de modelos que explicassem as relações macroeconômicas constituintes dos fatos estilizados acima descritos. Um primeiro modelo foi proposto por Rodriguez (1982) e Dornbusch (1982) cujo propósito era analisar os processos de estabilização monetária ocorridos no Cone Sul em meados dos anos 70 (Uruguai 1978-82, Argentina 1978-81 e Chile 1978-82). O modelo assume: a ocorrência da paridade entre as taxas de juros doméstica e internacional, ou seja, a livre mobilidade de capitais; a racionalização da inflação esperada por meio de expectativas adaptativas (a inflação esperada é dada pela inflação passada, o que resulta em certa rigidez na taxa de inflação); que há dois tipos de bens na economia, os comerciáveis internacionalmente e os não comerciáveis internacionalmente; que o preço dos bens comerciáveis internacionalmente é dado pela hipótese do preço único, o que implica que as expectativas adaptativas atuam de forma mais intensa sobre os preços dos bens não comerciáveis internacionalmente e que a taxa real de juros é negativamente relacionada com a demanda agregada.

Diante disso, o modelo prevê que quedas na taxa de desvalorização esperada da taxa de câmbio nominal, na presença das hipóteses acima explicitadas, implicam reduções na taxa real de juros, o que possibilita o aquecimento da atividade econômica por meio da expansão da demanda agregada (gastos com consumo e com investimento privados).

Além disso, o modelo explica a apreciação da taxa de câmbio real e, por conseqüência, a mudança nos preços relativos. A expansão da atividade econômica juntamente com a apreciação da taxa de câmbio real leva à deterioração das contas externas.

Tendo em mente os efeitos sobre os agentes econômicos da falência de uma série de tentativas de estabilização monetária promovidas na América Latina entre finais dos anos 70 e meados dos anos 80 (Plano Austral de junho de 1985 e Cruzado de Fevereiro de 1986), Calvo (1986: 132) e Rebelo and Végh (1995: 45) propuseram um modelo em que a expansão da atividade econômica deve-se a falta de credibilidade no plano de estabilização. Este modelo indica que, dada a expectativa de que no futuro o plano de estabilização não logrará sucesso, os agentes econômicos permutam o consumo futuro pelo consumo presente. Essa substituição intertemporal do consumo é estimulada pela redução da taxa de inflação e da taxa de desvalorização do câmbio nominal que, dada uma taxa real de juros constante, redundam em queda na taxa nominal de juros. Uma vez que a moeda é utilizada para efetuar transações, a queda no custo nominal de oportunidade de retenção de ativos monetários (queda na taxa nominal de juros) implica uma ampliação do consumo no presente em detrimento do consumo futuro, quando espera-se que as taxas de inflação, e também as taxas nominais de juros, voltem a acelerar (Rebelo and Végh, 1995; Kiguel and Liviatan, 1992 e Nazmi, 1997).

A revisão dos principais pontos levantados pela literatura permite ainda identificar a razão para os efeitos estilizados no efeito riqueza e no efeito renda, derivados da imediata supressão do imposto inflacionário sobre os rendimentos nominais (Nazmi, 1997).

Por fim, cabe citar um último conjunto de explicações para o nível de atividades em processos de estabilização monetária. Trata-se do modelo que centra sua análise no lado da oferta (supply side) e argumenta que a redução da taxa de inflação aumenta a produtividade marginal do capital líquida dos custos de transações representados pela antiga taxa de inflação. A queda na taxa de inflação, dada a taxa de juros reais constante, implica um barateamento dos investimentos expandindo a demanda agregada (Uribe, 1997).

2.1. Processos de Ancoragem Cambial

Economias que vivenciam períodos de hiperinflação ou de inflação crônica vêem seus principais valores nominais, tais como salários, preços, taxa de câmbio nominal e mesmo a moeda, na forma de agregados monetários, variarem de forma crescente a taxas crescentes, no caso da hiperinflação, ou relativamente constantes, em se tratando de inflação crônica, sem qualquer referência, que não as expectativas de inflação futura dadas pela inflação passada. Dessa forma, ainda que muitas vezes os processos inflacionários resultem de déficits públicos, sua propagação e manutenção derivam da chamada inércia inflacionária (Souza, 1994 e Nazmi, 1997).

É nesse contexto que ganha relevância a escolha de valor nominal como âncora. Escolhe-se uma variável nominal cujas variações futuras, ou mesmo sua fixação, remetem a uma referência válida e crível para a evolução dos outros conceitos nominais da economia. Em alguns casos optou-se por um agregado monetário para cumprir esse papel de referência. Em outros optou-se pela taxa de câmbio nominal.

A opção pela âncora cambial apresenta algumas vantagens em relação ao uso de uma âncora monetária. Em primeiro lugar, trata-se de uma referência clara para os agentes econômicos. A evolução da taxa nominal de câmbio é mais evidente, para os agentes econômicos, do que a adoção de algum agregado monetário, facilitando, dessa forma, a consecução de seu objetivo de referência para a definição dos valores nominais da economia. Em segundo lugar, a âncora monetária pode resultar falível dada a transição de um estado de baixa demanda por moeda para um processo de remonetização cuja magnitude é desconhecida pelos gestores da política econômica (Rebello and Végh 1995: 52).

Entretanto a âncora cambial detém riscos para a gestão macroeconômica. O mais evidente é o efeito da rigidez dos preços dos bens não comerciáveis internacionalmente sobre a taxa de câmbio real e dessa sobre as transações correntes do Balanço de Pagamentos. Esse problema, dentre outros, remete à difícil opção de quando e como flexibilizar a regra de definição da taxa de câmbio nominal sem maiores riscos para o processo de estabilização (Souza, 1994).

Uma vez definida a taxa de câmbio nominal como referência básica para a evolução dos outros valores nominais da economia, colocam-se três problemas, desde logo inter-relacionados, para a política econômica. Primeiro, definir a regra para a formação da taxa de câmbio nominal; segundo, resolver o grau de convertibilidade da taxa de câmbio; e, por fim, definir as relações entre o novo regime cambial e a política monetária, sendo essa última questão subordinada à anterior.

As regras para a definição da taxa de câmbio podem seguir três formas, que podem ser adotadas ao longo do tempo durante o processo de estabilização monetária, remetendo ao problema da flexibilização do padrão de definição da taxa de câmbio. Assim, a taxa de câmbio: (i) pode ser fixa, (ii) pode ter prefixada suas taxas futuras de desvalorização de forma decrescente, isto é, procede-se a uma valorização nominal e real da taxa de câmbio nominal, ou ainda, (iii) pode seguir uma trajetória de desvalorização, nominal e/ou real, a taxas reduzidas dentro de determinados parâmetros claramente estabelecidos definidos como bandas cambiais (Nazmi, 1997; Souza, 1994 e Guerra Jr., 1996).

Esse trabalho encontra seu lugar no conjunto da literatura acima resenhada na medida em que busca precisar a trajetória econômica e histórica de três importantes experiências latino-americanas de estabilização monetária pautada na taxa nominal de câmbio. Assim, em primeiro lugar, o artigo incorpora ao entendimento do processo histórico e macroeconômico algo que está ausente na maior parte da literatura: o contexto formado pela adoção de medidas de política econômica em cada uma das experiências. Dessa forma, levam-se em conta as relações entre políticas fiscais austeras e políticas de liberalização dos fluxos de comércio e de capitais (presentes nas três experiências analisadas) com os processos de estabilização monetária centrados no câmbio nominal.

Além disso, constitui contribuição do artigo o entendimento de que a ocorrência de crescimento do consumo privado e do PIB no contexto de desinflação, ou de estabilização (não ocorrência da Curva de Phillips), repousa na supressão do imposto inflacionário, na expansão do crédito e na elevada propensão marginal da consumir presente nas economias mexicana, chilena e argentina.

Não deixa de ser relevante, que os resultados alcançados pelo trabalho corroboram parte dos efeitos estilizados: houve expansão da atividade econômica, houve mudanças nos

preços relativos e ocorreu apreciação da taxa real de câmbio. Contudo, tais recorrências se desdobram em um específico contexto latino-americano de adoção de políticas liberalizantes nos anos 70 no Chile, anos 80 no México e anos 90 na Argentina.

3. Experiências Latino-Americanas

A análise seguir inicia com algumas considerações gerais de cada experiência de estabilização selecionada atentando, em especial, para a evolução da política cambial. Essas considerações são seguidas pelo exame comparado dos indicadores macroeconômicos relevantes alinhados na introdução.

No Chile, a Tablita insere-se num momento em que a economia mundial é marcada pela política de valorização do dólar norte-americano e pelo início do processo de redução da liquidez internacional para as economias em desenvolvimento. O processo de valorização do dólar norte-americano, como será visto adiante, repercutiu no sentido de uma maior valorização da taxa de câmbio chilena.

A experiência chilena remete à execução do enfoque monetário do Balanço de Pagamentos. Trata-se da hipótese de que, dada a vigência da lei do preço único e da plena mobilidade de bens e fatores entre a economia e o resto do mundo, a fixação da taxa de câmbio nominal implicaria a rápida convergência das taxas de inflação doméstica para taxas internacionais. O enfoque monetário do Balanço de Pagamentos traduz-se como um plano de cunho ortodoxo. O equilíbrio fiscal é um elemento central para a sustentação crível da taxa de câmbio nominal. A política monetária torna-se passiva uma vez que, no balancete do Banco Central, a contrapartida do passivo monetário é o ativo denominado em reservas internacionais (Souza, 1994).

As medidas de desregulamentação financeira e comercial⁵⁰, a consecução de superávits nas contas públicas, bem como a política de austeridade monetária dão ao plano de estabilização chileno uma aparente rota de sustentação. Em primeiro lugar, o equilíbrio fiscal elimina o risco de expansão monetária e, portanto, de ruptura do regime cambial, criando um forte estímulo no sentido de consolidação da credibilidade da paridade cambial.

Em segundo lugar, a liberalização dos fluxos comerciais é mais uma garantia de aderência das taxas de inflação doméstica para as taxas internacionais. Esse processo tenderia a ocorrer mesmo num ambiente de elevação dos gastos com consumo, pois os preços dos bens comerciáveis produzidos domesticamente pautar-se-iam pelos preços dessa classe de bens que eram importados a baixas tarifas (Souza, 1994 e Rebelo and Végh, 1995). Em terceiro lugar, os ajustes do Balanço de Pagamentos ocorreriam de acordo com a variação da absorção interna dada pela flutuação das taxas domésticas de juros, desde logo condicionadas pelas taxas externas graças à ampla convertibilidade da conta de capitais autônomos (Souza, 1994: 19).

No México, que celebra o Pacto de Solidariedad Económico em dezembro de 1988, as influências da economia mundial desdobram-se em dois momentos específicos. Ainda sob a sombra da Crise de 1982, o México ainda enfrenta problemas de credibilidade que repercutem de forma negativa sobre o financiamento dos déficits em transações

⁵⁰ As medidas liberalizantes relativas ao comércio exterior já haviam sido tomadas em janeiro de 1978 quando é reduzida a tarifa média de importação de 94% para 15%. A partir do segundo semestre de 1979 a tarifa estabiliza-se em 10% (SOUZA, 1994: XX).

correntes em 1989. A partir de 1990, contudo, uma série de eventos positivos fortalece a posição das contas externas mexicanas. Entre tais eventos inscrevem-se o North America Free Trade Agreement (NAFTA) e a reestruturação da dívida externa nos marcos do Plano Brady que estimularam a retomada dos fluxos de empréstimos e financiamentos para a economia mexicana num contexto de diversificação e aprimoramento dos instrumentos financeiros de captação externa.

O plano de estabilização mexicano resulta da celebração de um amplo acordo social entre governo, empresários e lideranças sindicais. O Pacto de Solidariedad Económico, referido como Pacto daqui por diante, centrou sua política de estabilização em elementos ortodoxos e heterodoxos. Entre as medidas heterodoxas está a política de renda e de congelamento de preços e salários. Como no Chile, entre as medidas de política econômica ortodoxas, verifica-se um forte ajuste fiscal, anterior ao Pacto, que redundou na obtenção de superávits primários, e a adoção de medidas liberalizantes (desregulamentação do comércio exterior, do sistema financeiro e da conta capital, além de privatizações) (Edwards, 1996 e Griffith-Jones, 1996). Além disso, o início do plano de estabilização contava com a depreciação da taxa de câmbio real ocorrida nos dois anos anteriores e com o acúmulo de reservas internacionais, que em fins de 1987 montavam a US\$ 3,7 bilhões (Souza, 1994).

O caso mexicano é representativo, entre outros aspectos, por apresentar elementos que, em certa medida, destoam do restante dos planos de estabilização aqui analisados. Em primeiro lugar, o Pacto mexicano foi reformulado um ano após sua implantação. Em janeiro de 1989, dada a deterioração do Balanço de Pagamentos, a política cambial sofreu modificação, passando da taxa de câmbio nominal fixa (congelada) para taxas de desvalorização decrescentes e pré-anunciadas. Em segundo lugar, a economia mexicana não apresentou uma representativa elevação das taxas de crescimento do produto (do consumo privado e do investimento) após a implantação da política de estabilização. A esperada expansão dos gastos privados com consumo só veio a ocorrer a partir de 1989, e ainda assim a taxas moderadas vis-à-vis as taxas do período precedente. Também os condicionantes derivados da sua proximidade com os EUA, bem como o processo de integração ao NAFTA, constituem peculiaridades relevantes no estudo do Pacto mexicano (Souza, 1994 e Nazmi, 1997).

De maneira geral, o Plano de Conversibilidad argentino, instaurado em 1991, aproveita o momento de ampliação da liquidez no sistema financeiro internacional para constituir o montante de reservas internacionais necessário para a sustentação da regra de definição da taxa de câmbio nominal (currency board), bem como para promover sua política de privatizações.

A Lei de Conversibilidad argentina inscreve-se num processo de redefinição dos marcos para o desenvolvimento econômico argentino. Os elementos centrais dessa nova estratégia são comuns à Tablita chilena e ao Pacto mexicano e envolvem: a abertura da economia por meio da liberalização comercial e financeira, a redefinição da forma de inserção do Estado no sistema econômico (privatizações, reformas administrativa, previdenciária e tributária) além da adoção de medidas de política econômica que visam o equilíbrio fiscal e o controle monetário (Calcagno, 1997).

O Plano de Conversibilidad refere-se, desde o princípio, a um caso típico e extremo de ancoragem cambial. A independência do Banco Central argentino em relação ao governo federal e a limitação a suas atribuições de condutor da política monetária, por

meio da adoção de uma regra rígida e constitucional de definição da taxa de câmbio nominal a uma paridade fixa com lastro ao par em relação ao nível de reservas internacionais, instituiu o chamado *currency board*. As consequências macroeconômicas dessa opção remetem à peculiaridade da experiência argentina sob a égide de uma forma extrema de estabilização monetária centrada na taxa de câmbio nominal (Souza, 1994).

Acompanhou o Plano de Conversibilidade uma série de medidas entre as quais a eliminação dos mecanismos de indexação da economia (elemento ausente na *Tablita Chilena* que manteve a indexação salarial), o congelamento dos salários públicos e a fixação das tarifas de serviços públicos. No setor público, de acordo com o que foi feito no Chile e no México, procedeu-se a um ajuste fiscal, desde logo necessário para a sustentabilidade crível da política cambial. Desencadeou-se um esforço para limitar o tamanho do setor público por meio de um amplo programa de privatização. Centraram-se esforços, também, para combater a evasão fiscal (Nazmi, 1997).

3.1. Política Cambial

A *Tablita chilena* apresenta um duplo processo de definição da taxa de câmbio nominal. Num primeiro momento, adotou-se uma regra de prefixação das taxas de desvalorização do câmbio nominal (a *Tablita*). Posteriormente, procedeu-se à fixação da paridade.

Durante o segundo semestre de 1977, a moeda desvalorizou-se, frente ao dólar norte-americano, em 5,5%. Entre janeiro e abril de 1978 anuncia-se que a taxa de desvalorização seria de 3% ao mês. Depois, entre maio de 1978 e maio de 1979 a taxa anunciada reduziu-se para 1% ao mês e, finalmente, em junho, após uma desvalorização de 5,7%, fixou-se a taxa de câmbio à cotação de 39 pesos por dólar (Souza, 1994, Gontijo, 1995 e Edwards, 1996).

Quando da fixação da taxa de câmbio, em junho de 1979, a política econômica migra para a implantação de um *currency board*. As variações da base monetária ficam condicionadas às variações das reservas. Além disso, são adotadas medidas no sentido de se ampliar a convertibilidade da conta de capitais do Balanço de Pagamentos por meio da suspensão de restrições aos movimentos de capitais.

No âmbito do Pacto mexicano, instituiu-se um congelamento de tarifas públicas, preços, salários e da taxa de câmbio nominal. O Pacto, contudo, previa que a cada três meses haveria o realinhamento de alguns desses valores nominais. Tal realinhamento, contudo, não redundou em flexibilizações na taxa de câmbio nominal que acabou o ano de 1988 com a mesma paridade de fins de 1987 (Souza, 1994: 9).

Ao longo de todo o processo de estabilização ocorreu uma série de mudanças nas regras de definição da taxa de câmbio nominal. Após um período de taxa fixa ao longo de 1988, adotou-se, como resposta a um movimento de saída de recursos na conta de capitais autônomos, a estratégia de taxas decrescentes e pré-anunciadas de desvalorização da taxa de câmbio nominal, uma espécie de *Tablita* tal qual a chilena. Essa política prevaleceu de janeiro de 1989 a novembro de 1991 e as taxas de desvalorização do câmbio nominal eram deliberadamente menores do que a taxa de inflação corrente. Adotou-se um sistema de bandas cambiais em novembro de 1991. As bandas, na prática, apenas davam a referência para a continuidade das desvalorizações diárias da taxa de câmbio nominal (Edwards, 1996).

O elemento central da política cambial argentina certamente é a regulação constitucional da definição da taxa de câmbio nominal. A implicação macroeconômica dessa restrição legal à política cambial é a passividade da política monetária no que diz respeito ao controle ativo dos agregados monetários, e, dessa forma, do nível de atividade⁵¹. A garantia legal sustenta a plena convertibilidade do peso para o dólar. Dessa forma, previne-se, em certa medida, o financiamento monetário dos déficits públicos e, mais ainda, demonstra-se para a sociedade o comprometimento do governo com a âncora cambial, o que fortalece a credibilidade do Plano (Souza, 1994 e Calcagno, 1997).

3.2. Taxas de Juros e Consumo Privado

A partir da definição de boom de consumo dada em Kiguel and Liviatan (1992), segundo a qual o termo refere-se a um crescimento do consumo acima do padrão histórico (Kiguel and Liviatan, 1992), pode-se qualificar a evolução do consumo privado per capita nos três planos de estabilização aqui analisados. A Tabela 1 mostra as taxas reais anuais de crescimento do consumo privado per capita bem como as taxas nominais de juros anualizadas para os três países. Para o Chile e para a Argentina em determinados períodos foi possível agregar as taxas reais de juros à análise. Entretanto, para o México, não foi possível encontrar taxas reais de juros apesar das referências bibliográficas. Assim, como proxy da taxa real de juros é apresentada a diferença entre a taxa de inflação mensal acumulada em 12 meses e a taxa de juros nominal mensal anualizada.

No caso chileno, as taxas médias anuais de crescimento do consumo per capita privado são negativas entre 1970-75. Após 1976, observa-se forte recuperação desse agregado, alcançando a taxa de 15,4% em 1977. Esse comportamento do consumo evidencia que a economia chilena já vinha num processo de recuperação do crescimento que, no início da década de setenta, estivera comprometido pela instabilidade política.

A estabilização monetária, atrelada à indexação salarial, atua de forma incisiva sobre as decisões de consumo, em especial em 1979 e 1981. A taxa nominal de juros é decrescente, dada a estabilização monetária. Em 1982, devido à elevação das taxas de juros nos EUA (1979) e à moratória mexicana, a autoridade monetária chilena eleva a taxa nominal de juros. A visualização da Tabela 1 permite identificar que apenas em 1982 a taxa real de juros e a taxa nominal de juros, podem ter restringido o crescimento do consumo.

O consumo privado per capita chileno talvez responda de maneira mais significativa à permanência da indexação salarial, que amplificou o efeito riqueza derivado da extinção abrupta do imposto inflacionário (Souza, 1994 e Nazmi, 1997). Concluímos, portanto, que as relações estabelecidas entre as taxas de juros e o consumo privado parecem não corroborar tanto o modelo de Rodriguez (1982) e Dornbusch (1982) quanto o modelo da credibilidade imperfeita.

⁵¹ Embora essas medidas restrinjam o poder de emissão do Banco Central (uma das medidas do Plano de Conversibilidade foi torná-lo independente em relação aos outros três poderes da República), transformando-o numa espécie de caixa de conversão, ainda resta à autoridade monetária argentina o instrumento do encaixe dos bancos comerciais e a possibilidade de contração da base monetária. Essa, além disso, tem como contrapartida não só os ativos do resto do mundo denominados em dólares norte-americanos e em ouro como também uma determinada parcela máxima de títulos públicos argentinos denominados em dólares norte-americanos de acordo com seu preço de mercado (Calcagno, 1996).

Diferentemente dos outros planos de estabilização pautados na taxa de câmbio nominal, o pacto mexicano não apresentou um boom nas taxas de variação do produto e do consumo privado per capita logo após a introdução da política de estabilização. De fato, apenas em 1989, um ano após a introdução do Pacto, o consumo privado se expande (Tabela 1).

A explicação para a não ocorrência do característico boom de consumo no início do Pacto (dezembro de 1987) pode residir no congelamento dos salários nominais concomitante à continuidade da inflação que redundou em queda dos salários reais (Nazmi, 1997). A revisão bibliográfica indicou que a implantação de uma política monetária restritiva seria uma das causas da inobservância da característica expansão do produto. Entretanto, pode se observar que a taxa real de juros torna-se positiva justamente no momento em que os gastos privados com consumo se expandem, ou seja, ao longo de 1989 e 1990 (Tabela 1).

Entretanto, uma vez que a taxa real de juros só é conhecida após a verificação da taxa de inflação vis-a-vis a taxa nominal de juros, e dado que identifica-se uma elevação da taxa nominal de juros durante o primeiro semestre de 1988, é lícito supor que a política econômica tenha sido instituída com o intuito de se minimizar os efeitos da taxa real de câmbio apreciada sobre a conta corrente do Balanço de Pagamentos, mas que a política monetária, ou ao menos a fixação da taxa real de juros em níveis positivos tenha sido frustrada pela trajetória da taxa de inflação.

Do ponto de vista da fidelidade dos modelos aos eventos históricos observa-se que, uma vez mais, a taxa nominal de juros cai em virtude da queda da taxa de inflação. A maior taxa de crescimento do consumo não coincide com o início do plano de estabilização e nem com a redução da taxa nominal de juros. Ao contrário, o consumo expande-se quando se verificam elevações da taxa nominal de juros.

A taxa real de juros parece não influenciar o consumo da maneira sugerida pelo modelo de Rodriguez (1982) e Dornbusch (1982). Taxas reais de juros negativas são contemporâneas a taxas negativas de crescimento do consumo (1988) e taxas reais de juros positivas ocorrem concomitantes à elevação das taxas de crescimento do consumo privado (1989-90).

A extinção do processo hiperinflacionário argentino por meio da Lei de Conversibilidade é acompanhado por forte expansão na taxa de crescimento do consumo privado per capita. A estabilização monetária implica redução nas taxas nominais de juros as quais permanecem em patamares inferiores à taxa de inflação. A taxa real de juros negativa pode ter influenciado as decisões de consumo na Argentina bem como a provável falta de credibilidade no plano de estabilização.

Tabela 1 – Consumo privado *per capita* (var. % anual real), taxas de juros (anualizada e deflacionada pelo IPC. Taxas ativas) e taxas de inflação (média anual). Chile, México e Argentina. Períodos selecionados.

Chile					México					Argentina				
Período	Consumo	Taxa Nominal de Juros	Taxa de Inflação	Taxa real de juros	Período	Consumo	Taxa Nominal de Juros	Taxa de Inflação	Taxa real de juros	Período	Consumo	Taxa Nominal de Juros	Taxa de Inflação	Taxa real de juros
1970-75	-7,3	15,9	159,5	-55,34	1980-85	-1,1	45,8	50,6	-3,16	1985-90	-1,5	267,6	518,52	-40,57
1976	6,8	64,2	211,9	-47,35	1986	4,7	75,9	86,2	-5,54	1990	-1,0	1.517,9	2.314,0	-32,98
1977	15,4	163,2	92,0	37,08	1987	-1,9	92,4	131,8	-16,98	1991	10,1	61,7	172,1	-40,57
1978	8,3	86,1	40,1	32,83	1988	-0,2	52,7	114,2	-28,71	1992	9,3	16,8	24,8	-6,44
1979	12,8	62,1	33,4	21,51	1989	5,2	30,9	20,0	9,04	1993	2,8	11,3	10,7	0,55
1980	0,3	47,1	35,1	8,88	1990	4,4	27,9	26,7	0,93	1994	3,0	8,1	4,1	3,83
1981	11,7	52,0	19,7	26,98	1991	2,8	16,6	22,7	-5,00	1995	-6,4	11,9	3,4	8,21
1982	-19,2	63,9	9,9	49,14	1992	2,8	14,5	15,5	-0,88	1996	2,2	7,4	0,2	7,15
1983	-6,1	42,8	27,3	12,18	1993	-0,4	15,1	9,8	4,79	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	1994	2,7	13,3	7,0	5,91	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	1995	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Fonte: Elaborado a partir de CEPAL (1981, 1985, 1994, 1995, 1998, 2000 e 2001), IMF (1992, 1998), WORLD BANK (1998) e MÉXICO (2002).

Os modelos utilizados para a apreensão das relações entre consumo e taxa de juros (Rodríguez (1982) e Dornbusch (1982) e o modelo da credibilidade imperfeita) têm como preocupação central fornecer explicações para a não ocorrência da relação entre a expansão do nível de atividades e a queda da taxa de inflação. Entretanto, as economias aqui analisadas compartilham a característica de elevada propensão a consumir após a estabilização monetária. Esse fenômeno relaciona-se à extinção da deterioração dos rendimentos reais após a queda da taxa de inflação. Além disso, é relevante o impacto sobre as decisões de consumo da expansão das operações ativas do setor bancário às famílias, recorrente nas três experiências avaliadas.

3.3. Taxas de Câmbio e Preços Relativos

A análise das variações nos índices de preços ao atacado e ao consumidor⁵² permite identificar o grau de rigidez dos preços ao longo do processo de estabilização, bem como a evolução dos preços relativos, o que possibilita uma aproximação sobre os custos e a rentabilidade do setor produtor de bens comerciáveis.

A Tabela 2 a seguir evidencia a relação entre a âncora cambial e a estabilidade monetária. No Chile, do ponto de vista da estabilização monetária, verifica-se uma substantiva redução das taxas anuais de variação dos preços. As taxas declinam em 1978, no caso do IPC, para menos da metade da taxa de 1977. A redução no IPA é ainda mais pronunciada. Além disso, à exceção do IPC de 1980 e do IPA de 1979 (dado o choque do petróleo), as taxas mostram-se decrescentes até 1982, quando o IPC fica em apenas um dígito. A eclosão da Crise de 1982 traria nova aceleração da inflação em 1983.

O Pacto mexicano, da mesma forma, consegue reduzir substancialmente suas taxas de inflação entre 1987 e 1994. Após um período de variação do IPC entre 20% e 25% no período 1989-91, a taxa alcança um dígito em 1993 com tendência de declínio (Tabela 2).

A eficácia da âncora cambial argentina é ainda mais notável, seja pela velocidade, seja pela diferença entre as taxas pré-estabilização e pós-estabilização. Em apenas quatro anos a economia argentina sai de uma inflação anual de três dígitos e logra registrar uma taxa de inflação semelhante às taxas dos países centrais, ao redor de 3,5% ao ano. Após 1995, as taxas são inferiores a 1% ao ano (Tabela 2).

Tabela 2 – Taxas de câmbio nominais e taxas de inflação ao consumidor. Chile, México e Argentina. (var. % anual a partir de médias anuais). Períodos selecionados¹.

Chile	México	Argentina

⁵² O IPC também inclui bens comerciáveis em sua metodologia. Isso implica que a evolução dos preços relativos apresentada é subestimada uma vez que a presença de bens comerciáveis no IPC tende a minimizar - na medida da ponderação desses bens na metodologia de apuração do índice - a rigidez esperada nos preços dos bens não comerciáveis.

Anos após o início da estabilização	Taxa de Câmbio	Taxa de Inflação	Taxa de Câmbio	Taxa de Inflação	Taxa de Câmbio	Taxa de Inflação
-1	65,0	92,0	126,2	131,8	1.051,8	2.314,0
0	47,1	40,1	64,5	114,2	95,6	172,1
1	17,7	33,4	8,4	20,0	3,9	24,8
2	4,7	35,1	14,2	26,7	0,8	10,7
3	0,0	19,7	7,5	22,7	0,0	4,1
4	30,5	9,9	2,3	15,5	0,1	3,4
5	54,9	27,3	1,0	9,8	0,0	0,2
6	-	-	8,0	7,0	-	-
7	-	-	90,5	35,0	-	-
Correlação	Chile	0,14	México	0,99	Argentina	0,98

Fonte: Elaborado a partir de CEPAL (1981, 1985, 1994, 1995, 1998 e 2000), IMF (1992, 1998) e WORLD BANK (1998). 1 – Os períodos selecionados referem-se a: 1978, início da *Tablita* chilena, 1988 início do Pacto mexicano e 1991, início do Plano de Conversibilidade argentino.

Em relação à evolução dos preços relativos, a Tabela 2 permite qualificar de forma mais rigorosa a rigidez dos preços da economia chilena sob a égide da âncora cambial. O IPA chileno apresentou variações anuais crescentes entre 1978 e 1979 ao passo que o IPC permaneceu constante na faixa dos 35% ao ano entre 1978 e 1980 num momento em que o câmbio nominal mostra forte diminuição da suas taxas de desvalorização. Ou seja, depreende-se que não ocorreu o esperado repasse das quedas nas taxas de desvalorização da taxa de câmbio nominal para os índices de preço, em especial para o IPA.

Como visto acima, é de se esperar que a rigidez dos preços dos bens não comerciáveis (IPC) seja superior à dos bens comerciáveis (IPA), dada a abertura da conta de comércio bem como a própria âncora cambial. Entretanto, verifica-se que apenas em 1981 e em 1982 as variações nos preços ao consumidor são superiores às variações nos preços ao atacado. Esse comportamento do IPA na economia chilena pode estar vinculado a dois fatores. Em primeiro lugar, à crise do petróleo de 1979, que, ao representar um choque de oferta pode ter tornado o IPA menos sensível à âncora cambial. Em segundo lugar, a trajetória do preço médio do cobre exportado pelo Chile é bastante ligada ao comportamento do IPA chileno no período 1978-82. Além disso, tanto o preço do petróleo quanto o preço do cobre mostram-se ascendentes no mercado mundial, ou seja, seus preços crescem em dólares (Tabela 3).

Tabela 3 – Preços relativos. Chile, México e Argentina. (var. % anual a partir de médias anuais). Períodos selecionados¹.

Chile	México	Argentina
-------	--------	-----------

Anos após o início da estabilização	IPC	IPA	IPC/IPA	IPC	IPA	IPC/IPA	IPC	IPA	IPC/IPA
-1	92	456	0,2	132	135	1,0	2.314	-	-
0	40	43	0,9	114	108	1,1	172	111	1,56
1	33	49	0,7	20	16	1,2	25	6	4,08
2	35	40	0,9	27	23	1,1	11	2	6,50
3	20	9	2,2	23	21	1,1	4	1	6,29
4	10	7	1,4	16	13	1,2	3	8	0,44
5	27	46	0,6	10	9	1,1	0	4	0,05

Fonte: Elaborado a partir de CEPAL (1981, 1985, 1994, 1995, 1998 e 2000). 1 – Os períodos selecionados referem-se a: 1978, início da *Tablita* chilena, 1988 início do Pacto mexicano e 1991, início do Plano de Conversibilidade argentino.

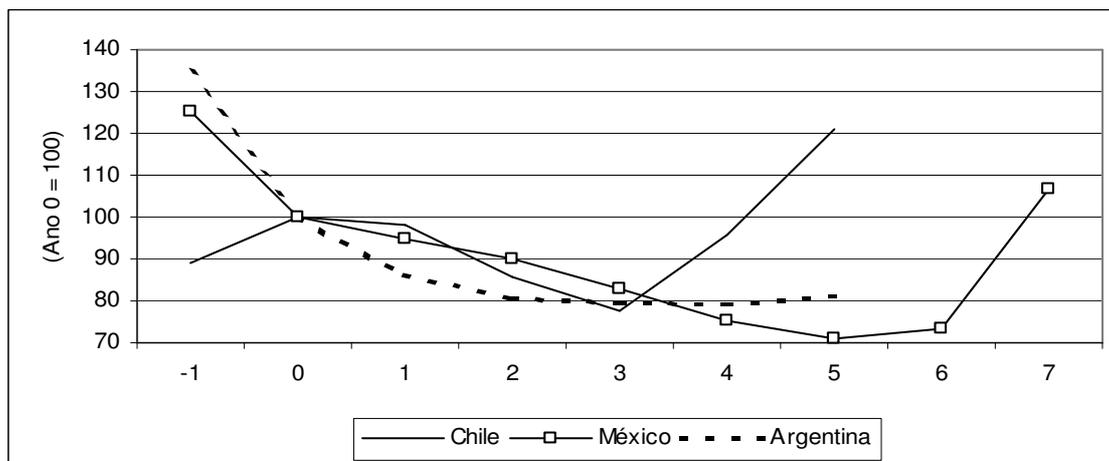
No caso do Pacto mexicano fica claro que os preços relativos mantêm a relação esperada. As variações dos preços dos bens comerciáveis (IPA) mantêm-se inferiores às dos bens não comerciáveis (IPC) por todo o período 1988-94. Evidencia-se um padrão entre as variações dos preços ao consumidor e no atacado ao redor de 1,10 após 1990. Tal comportamento parece sugerir que os preços relativos alcançaram uma razão de equilíbrio dentro do processo mexicano de estabilização monetária. Esse equilíbrio traduz uma perda de rentabilidade do setor produtor de bens comerciáveis dada pela impossibilidade de repasse dos custos “indexados” ao IPC para os preços dos seus produtos (Tabela 3).

A estabilização monetária argentina também apresentou a esperada rigidez dos preços ao consumidor em relação à trajetória dos preços no atacado, principalmente entre 1991 e 1994, quando as variações anuais do IPC chegam a ser seis vezes superiores às variações do IPA. Após a crise de liquidez de 1995, contudo, a rigidez do IPC desaparece e dá lugar a fortes declínios nas suas taxas de variação, que são inferiores às taxas do IPA (Tabela 3).

A relativa rigidez das taxas de inflação ao consumidor, acima analisada, em relação a sua convergência imediata para as taxas declinantes ou fixas de desvalorização do câmbio nominal implicam a apreciação das taxas de câmbio real deflacionadas pelo IPC. Esse evento é característico dos três planos aqui analisados, entretanto, deve-se atentar para outra recorrência verificada no Chile e no México. Trata-se da ruptura cambial nos últimos anos da série indicada no Gráfico 1 a seguir.

Gráfico 1 – Taxas de câmbio real deflacionadas pelo IPC. Chile, México e Argentina.
(Base: ano de início da estabilização igual a 100). Períodos selecionados¹.

Fonte: Elaborado a partir de CEPAL (1981, 1985, 1994, 1995, 1998 e 2000); BANCO CENTRAL DO BRASIL



(1987, 1994 e 1998) e IMF (1986, 1992 e 1998). 1 – Os períodos selecionados referem-se a: 1978, início da *Tablita* chilena, 1988 início do Pacto mexicano e 1991, início do Plano de Conversibilidade argentino.

4. Considerações Finais

Seria possível manter a hipótese de um padrão latino-americano nos processos históricos e macroeconômicos de estabilização monetária pautada na taxa nominal de câmbio? Sim, pois, como apontado acima, na medida em que se expande a análise para se incorporar os conjuntos de políticas econômicas adotadas e o contexto internacional em vigor, esse último sempre um elemento sensível para a trajetória macroeconômica latino-americana, identificam-se as seguintes divergências em relação à literatura:

Em primeiro lugar, todas as três experiências apresentaram elementos comuns de política econômica: política fiscal austera e liberalização dos fluxos comerciais e de capitais. No caso do México foram adotadas políticas de renda. No México e na Argentina, amplos processos de privatização foram instaurados.

Segundo, o modelo de credibilidade imperfeita e o modelo de Rodriguez (1982) e de Dornbusch (1982) não mostraram aderência aos fenômenos registrados. Ou seja, as variações do consumo parecem não estar relacionadas à evolução das taxas nominal e real de juros. Como alternativa explicativa, nos apoiamos em Nazmi (1997) e Souza (1994), que levantaram a influência dos rendimentos reais sobre o consumo privado. Além disso, agregamos como fator explicativo a expansão das operações ativas do sistema bancário e a alta propensão a consumir - inflada pela implantação da estabilização monetária (Quadro 1).

Observou-se, em terceiro lugar, que a adoção das regras de definição da taxa nominal de câmbio – prefixação decrescente, rigidez da taxa nominal de câmbio, ou ainda adoção de bandas que balizam desvalorizações administradas – influenciam a evolução da taxa de inflação ao consumidor promovendo sua estabilização. Essa constatação, contudo, deve ser qualificada no

que refere-se à *Tablita* chilena. Embora se verifique a queda da taxa de inflação ao consumidor, as taxas de inflação ao atacado mostram-se relativamente mais rígidas, o que implicou uma configuração de preços relativos distinta da prevista na literatura. Deve ser ressaltada a evolução ascendente dos preços internacionais do petróleo e do cobre durante a vigência da *Tablita* (Quadro 1).

Por outro lado, certamente que os processos mexicano, chileno e argentino de estabilização monetária pautada na taxa nominal de câmbio trazem consigo convergências aos fatos estilizados: em primeiro lugar, há a redução da taxa de inflação. Ocorre de fato uma mudança na trajetória da taxa de inflação após a adoção das políticas de estabilização.

Em segundo lugar, a política cambial adotada implicou mudanças nos preços relativos. Essas mudanças foram mais pronunciadas na Argentina do que no México. A utilização da taxa nominal de câmbio, como referência para a evolução esperada das variáveis nominais da economia, atua de forma mais incisiva sobre os preços dos bens comerciáveis do que sobre os preços dos bens não comerciáveis. Dessa forma, verificaram-se flutuações nos preços relativos: as variações dos índices de preço no atacado (IPA) convergiram mais rapidamente para a regra de definição da taxa de câmbio nominal do que as variações dos índices de preços ao consumidor (IPC) (Quadro 1).

No Chile, como visto, os preços relativos não evoluíram de acordo com a evidência levantada na literatura. No México, o ajuste entre os preços foi relativamente rápido e, após o segundo ano da implantação do Pacto, as variações dos preços aos consumidores mantiveram-se em cerca de 10% superiores às variações dos preços no atacado. Os preços relativos da economia Argentina mostraram expressivos desequilíbrios até a eclosão da crise bancária de 1995 (Quadro 1).

Em terceiro lugar, tem-se que a relativa rigidez dos preços aos consumidores, concomitante à manutenção das regras de definição da taxa nominal de câmbio, implicaram, em todos os casos analisados, a apreciação da taxa real de câmbio. Tal fenômeno, em conjunto com a implantação de medidas de liberalização comercial e com a expansão da renda nacional, redundou em deterioração dos saldos comerciais (Quadro 1).

Quadro 1 – Experiências Latino-Americanas de Estabilização Monetária pautada na Taxa Nominal de Câmbio – Verificação de convergência com os fatos estilizados levantados na literatura.

Fato Estilizado	Tablita – Chile (1978-82)	Pacto de Solidariedade – México (1988-94)	Lei de Conversibilidade – Argentina (1991-96)
Apreciação da taxa de câmbio real	Verificado	Verificado	Verificado
Expansão dos gastos com consumo privado.	Verificado	Em parte	Verificado
Mudança nos preços relativos.	Em parte	Verificado	Verificado
Queda da taxa real de juros	Em parte	Não verificado	Não verificado

5. Referências Bibliográficas

CALCAGNO, A. F. El régimen de conversibilidad y el sistema bancario em la Argentina. *Revista de la CEPAL*, Santiago de Chile, 61: 63-89, Abr.1997.

CALVO, G. Temporary stabilization: predetermined exchange rates. *Journal of Political Economy*, Chicago, 5 (94): 1319-29, Oct. 1986.

COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y CARIBE. *Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe 1980*. Santiago de Chile, 1981.

_____. *Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe 1984*. Santiago de Chile, 1985.

_____. *Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe 1993*. Santiago de Chile, 1994.

_____. *Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe 1994*. Santiago de Chile, 1995.

_____. *Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe 1995*. Santiago de Chile, 1998.

_____. *Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe 1999*. Santiago de Chile, 2000.

_____. *Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe 2000-2001*. Santiago de Chile, 2001.

DORNBUSCH, R. Stabilization policies in development countries: what have we learned? *World Development*, Quebec, 5 (10): 701-08, may.1982

EDWARDS, S. (1996). A tale of two crises: Chile and Mexico. *NBER Working papers series*. Working paper nº 5794. 62p. Disponível em: < <http://www.nber.org> >. Acesso em: 22 out. 2000.

GONTIJO, C. Política de estabilização e abertura externa: uma análise comparativa das experiências do Chile, da Argentina e do México. *Revista de Economia Política*, São Paulo, 1 (57): 41-57, jan/mar. 1995. .

GRIFFITH-JONES, S. La crisis del peso mexicano. *Revista de la CEPAL*, Santiago de Chile, 60: 51-70, Dez.1996.

GUERRA Jr., W. T. de A. *O Plano Real e a experiência internacional sobre políticas de estabilização*. São Paulo, USP, 1996. 352p. (Tese Doutorado).

INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Internatonal Financial Statistics – special suplement on exchange rates*. Washington, DC, 1986.

_____. *Internatonal Financial Statistics*. Washington, DC, 1992.

_____. *Internatonal Financial Statistics*. Washington, DC, 1998.

KIGUEL, M. & LIVIATAN, N. The business cycle associated with exchange rate based stabilization. *World Bank Economic Review*, Oxford, 6: 279-302, jun.1992.

MÉXICO. (2002). Banco Central do México. *Indicadores económicos e financeiros*. Disponível em: < <http://www.banxico.mx> >. Acesso em: 18 fev. 2002.

NAZMI, N. Exchange rate based stabilizations in Latin America. *World Development*, Quebec, 4 (25): 519-35, Apr. 1997.

REBELO, S. T. & VÉGH, C. A. Real effects of exchange-rate-based stabilization: an analysis of competing theories. *NBER Macro Annual*, Cambridge, 1995. 356p.

RODRIGUEZ, C. A. (1982). The argentine stabilization plan of december 20th. *World Development*, Quebec, 5 (10): 801-11, may.1982.

SOUZA, F.E.P. Experiências de políticas de estabilização baseadas na âncora cambial. *Revista Brasileira de Comércio Exterior*, Rio de Janeiro, 40: 6-29, ago/set. 1994.

URIBE, M. (1997). Exchange-rate-based inflation stabilization: the initial real effects of credible plans. In: *Journal of Monetary Economics*, v. 39 (2). (Pp. 197-221).

WORLD BANK. *World Data*. CD ROM, 1988.