

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**CHILE: DE UMA ECONOMIA EM CRISE A UM MODELO DE  
DESENVOLVIMENTO**

Denise Zenóbio da Costa

Nº de matr 9414935

Orientador: Edward Amadeo

Novembro de 1997

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**CHILE: DE UMA ECONOMIA EM CRISE A UM MODELO DE  
DESENVOLVIMENTO**

Denise Zenóbio da Costa  
Nº de matr 9414935

*Declaro que o presente trabalho  
é de minha autoria e que não re-  
sorvi para realizá-lo, a nenhuma  
ajuda externa, exceto quando  
autorizada pelo professor tutor*

Orientador: Edward Amadeo

*Denise Zenóbio da Costa*

Novembro de 1997

**“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”.**

## ÍNDICE

|  |           |
|--|-----------|
| <i>INTRODUÇÃO</i> .....  | 6         |
| <b>CAPÍTULO I: OS VINTE ANOS DE POLÍTICA ECONÔMICA QUE ANTECEDERAM A<br/>CRISE</b> .....             | <b>9</b>  |
| OS GOVERNOS SOCIAIS .....  | 9         |
| O PROGRAMA DE GOVERNO DE ALLENDE.....  | 12        |
| OS RESULTADOS .....  | 16        |
| O INÍCIO DA DITADURA MILITAR .....   | 18        |
| O PROBLEMA DAS RESTRIÇÕES COMERCIAIS .....   | 22        |
| TRÊS ANOS DE PROGRAMA .....  | 24        |
| ALTOS CUSTOS.....  | 25        |
| MUDANÇA DE ESTRATÉGIA.....   | 27        |
| <b>CAPÍTULO II: A CONSTRUÇÃO DE UMA CRISE – COMO A POLÍTICA ECONÔMICA FOI<br/>DETERMINANTE</b> ..... | <b>31</b> |
| O PERÍODO DE 1974-1981 .....   | 31        |
| MUDANÇA DE POLÍTICA CAMBIAL .....  | 37        |
| SINAIS DA CRISE.....   | 43        |
| ORIGENS DA CRISE .....   | 44        |
| AS POLÍTICAS ERRÁTICAS DE 1982 .....   | 48        |
| EXPLICANDO A SOBREVALORIZAÇÃO .....  | 51        |

**CAPÍTULO III: A MUDANÇA DE ESTRATÉGIA DE POLÍTICA ECONÔMICA NO PÓS-**

|   |           |
|---|-----------|
| <b>CRISE.....</b>                                     | <b>56</b> |
| O CONTEXTO .....                                      | 57        |
| POUPANÇA E INVESTIMENTO.....                          | 58        |
| RENEGOCIANDO DÍVIDA .....                             | 61        |
| O AJUSTE FISCAL .....                                 | 62        |
| NOVA POLÍTICA CAMBIAL E GANHO DE COMPETITIVIDADE..... | 64        |
| O NOVO CONTEXTO .....                                 | 65        |
| COMENTÁRIOS FINAIS .....                              | 74        |
| <i>CONCLUSÃO</i> .....                                | 76        |
| <i>BIBLIOGRAFIA</i> .....                             | 80        |

## ÍNDICE DE TABELAS

### CAPÍTULO I

|   |    |
|---|----|
| <b>QUADROS</b> .....                                  | 29 |
| <i>QUADRO I: INDICADORES ECONÓMICOS BÁSICOS</i> ..... | 29 |
| <i>QUADRO II: INDICADORES DO SETOR EXTERNO</i> .....  | 30 |

### CAPÍTULO I

|  |    |
|--|----|
| <i>QUADRO III: INDICADORES DOS SETORES INTERNO E EXTERNO</i> ..... | 55 |
|--|----|

## INTRODUÇÃO

O Chile se destaca das outras economias da América Latina, tanto na amplitude do seu programa de reformas quanto na forma como conseguiu reverter uma história de performance econômica insatisfatória. Devido ao fato de ter introduzido grande parte das medidas estabilizadoras no início dos anos setenta, tempo suficiente se passou para que elas surtisserem efeitos reais dentro da economia, tornando o Chile um caso interessante de se analisar.

A reforma, ao ser iniciada, tinha como objetivo organizar uma economia que apresentava grandes distorções. Durante os anos cinquenta e sessenta, o Chile seguiu uma política de isolamento em relação à economia global. O nível da tarifa média excedia 100%, e tanto exportações como importações tinham extensivas barreiras não-tarifárias. Durante esse período, o Chile passou por um aumento das restrições aos financiamentos externos, com a introdução de várias medidas que dificultavam a mobilidade internacional de capital. Ainda nesse mesmo período, o Chile era notável devido ao seu problema de inflação crônica, uma taxa de crescimento econômico relativamente baixa, e crises econômicas frequentes. A insatisfação popular com relação à performance econômica era reforçada por uma distribuição de renda desigual e um estrutura produtiva altamente monopolizada, tanto na agricultura como na indústria.

É bem verdade que, no decorrer de seu processo de transição para uma economia de mercado e crescimento sustentado, o Chile passou por duas grandes recessões. Mas, mesmo assim, as medidas foram implementadas em inícios dos anos setenta (com a consideração de que algumas não foram das mais acertadas) e só começaram a gerar efeitos concretos a partir de meados dos anos oitenta, o que significa mais de dez anos. Um rápido e sustentado crescimento só pode ser observado a essa época; quando o desemprego também começou a apresentar sinais de queda; a inflação, mesmo estando ainda alta para os padrões internacionais, permaneceu longe das taxas existentes antes de 1975 e abaixo de taxas de outros países da América Latina.

Os ganhos de performance econômica como um todo, no entanto, envolveram custos transitórios bastante elevados, tais como redução dos salários reais e aumento expressivo da taxa de desemprego. As reformas econômicas dos anos setenta, ainda assim, não evitaram que o Chile tomasse parte do colapso das economias da América Latina devido à crise da dívida externa que explodiu no início dos anos oitenta, e que levou a economia chilena a realizar uma grande desvalorização da sua moeda e a tomar medidas ainda mais radicais em relação ao déficit público e ao déficit da balança comercial, implementando efetivamente políticas de incentivos às exportações e retomando, temporariamente, as restrições às importações. Todavia, o comprometimento do governo com o plano econômico, mantendo as medidas de caráter recessivo, mesmo em face ao grande aumento do nível de desemprego, permitiu que as sucessivas desvalorizações não fossem acompanhadas por uma aceleração da inflação. Tendo passado tempo suficiente para que se fizesse uma análise criteriosa da crise chilena, além de outras economias terem passado, posteriormente, por experiências semelhantes, hoje, é possível atribuir a instabilidade econômica dos anos setenta e início dos oitenta a um choque externo não previsto (crise da dívida externa), à situação



herdada das políticas do passado, e a alguns erros iniciais cometidos durante o programa de estabilização. Poderia até se especular que se caso não tivessem ocorrido o choque do petróleo e a crise da dívida, a economia chilena teria passado “ilesa” pelo seu processo de transição. Todavia, muitas críticas ao programa econômico de liberalização dizem respeito à questão da velocidade excessiva com que algumas das reformas foram introduzidas e a problemas com a sequência em que elas adotadas assim como a ausência de mecanismos de proteção aos grupos de baixa renda de forma a amenizar os efeitos negativos do programa. Mais importante do que isso foram os problemas concernentes à conjuntura econômica efetivamente: o uso de uma âncora cambial sem se eliminar a indexação salarial, ou seja, mantendo um foco inercial, o que levou a uma sobrevalorização da taxa de câmbio; a fraca regulação do sistema financeiro, acarretando a formação de grandes conglomerados econômicos, onde os bancos pegavam empréstimos externos indiscriminadamente para financiar as atividades de suas empresas; o surgimento de um elevado déficit comercial, que passou a ser financiado com os influxos de capitais e definindo uma clara situação de dependência em relação a eles.

Dessa forma, o que percebe-se da experiência chilena é que o uso do câmbio como mecanismo de combate à inflação realmente é eficaz, porém os efeitos colaterais se não forem previstos de forma acertada e com antecedência podem acabar por comprometer todo o esforço estabilizador. É preciso saber que a política cambial deve ser complementada com a devida política fiscal e o acompanhamento do câmbio e dos déficits comerciais deve ser criterioso a fim de evitar que a economia se torna vulnerável a choques externos adversos.

## CAPÍTULO I: OS VINTE ANOS DE POLÍTICA ECONÔMICA QUE ANTECEDERAM A CRISE

### Os Governos sociais

Como consequência das políticas comerciais e industriais dos quarenta anos anteriores, a economia chilena se encontrava praticamente isolada da economia mundial ao final de 1973. A tarifa nominal média era de 10,5%; as tarifas variavam de zero para alguns insumos e bens de consumo essenciais, para 750% para bens considerados de luxo. Havia ainda inúmeras barreiras não-tarifárias; tais como um requerimento de depósito de noventa dias, em montantes até dez vezes superior ao valor da importação, e sem cobertura dos juros; quotas de importação e exportação; e a necessidade de uma aprovação anterior para todos os tipos de importação. Não era surpreendente o fato de as poucas importações serem compostas, em sua maior parte, de bens intermediários, seguidos por bens de capital e alguns bens de consumo essenciais. O cobre era o principal produto da pauta de exportação, fazendo com que os ganhos de exportação fossem quase que totalmente dependentes dos preços internacionais do cobre.

Pode-se dizer que o golpe militar de 1973 e a subsequente mudança no direcionamento da política econômica realizada pelo novo governo foram de uma maneira geral uma

reação ao que aconteceu à economia chilena durante a década de sessenta e inícios da de setenta.

Durante a administração de Allende (novembro/1970 - setembro/1973), o comércio internacional era praticamente dominado pelo governo. Por volta de 1973, prevaleciam seis taxas de câmbio completamente distintas, a razão entre a maior e a menor era de 52:1. Como resultado direto do sistema de proteção, as atividades exportadoras eram altamente taxadas. Influxos de capitais privados eram praticamente inexistentes.

Em setembro de 1970, a eleição de Allende, apoiada pela coalizão chamada Unidade Popular, foi produto de divisões na classe dominante chilena. A Unidade Popular representava os trabalhadores rurais e urbanos, e algumas classes médias. A dominância dentro da coalizão de forças comunistas e socialistas assegurou que esse fosse um governo bem diferente daquela frente popular, superficialmente similar, formada em 1938, na qual parcelas da classe trabalhadora tinham posições subordinadas. No entanto, esse momento não deve ser considerado como uma revolução mas como um conjunto de mudanças revolucionárias: substituição da então estrutura econômica, “eliminando” monopólios estrangeiros e privados de capital, e os latifúndios de forma a iniciar a construção do Socialismo.

Nesse período, o engajamento do governo, sob diferentes aspectos, em programas sócio-econômicos, visava melhorar a distribuição de renda. Contudo esses programas foram falhos em planejar provisões orçamentárias adequadas para o seu financiamento. Um dos resultados de tal esforço redistributivo foi o surgimento de uma legislação socialmente inspirada, em que o governo veio a se tornar o grande empregador e o

Banco Central o seu maior financiador. A conjunção desses fatores fez com que houvesse uma monetização do déficit fiscal.

No que diz respeito aos aspectos macroeconômicos, o governo de Allende buscou implementar políticas populistas. Em 1971, os gastos correntes do governo cresceram 12,4%, em termos reais, e o déficit fiscal alcançou 10,7% do PIB. Alavancado por essa grande expansão de demanda, o PIB cresceu 9% em 1971, em termos reais. Nesse mesmo ano, a oferta monetária cresceu 66%, em termos reais – resultado do grande crescimento do volume de dinheiro destinado ao financiamento do crescente déficit do setor público e a inércia dos preços. A expansão monetária levou, por sua vez, a uma aceleração da inflação e a uma intensificação das tensões sociais e políticas.

A inflação medida em 1971, estava relativamente baixa, mas os controles de preços e o racionamento de commodities e de fatores de mercado tornaram-se muito amplos. Durante os dois anos subsequentes o governo continuou com as suas políticas expansionistas e intensificou os controles de preços. Conseqüentemente, o déficit fiscal passou de 2,7% do PIB em 1970, para quase 25% do PIB em 1973. Devido ao fato desse déficit ser quase que integralmente financiado por empréstimos concedidos pelo Banco Central e de as importações estarem controladas, as pressões sobre os preços domésticos cresceram. O governo tentou conter a inflação através de um maior controle dos preços. Medida que resultou em mercados negros, onde os bens de consumo tinham preços várias vezes maiores do que seus preços oficiais. Nesse mesmo período, muitas empresas enfrentavam problemas crônicos de escassez de insumos básicos. Dessa forma, também começaram a surgir mercados negros para esses produtos.

Tanto um governo como o outro encontraram uma economia em recessão e reverteram a situação elevando salários. Além disso, tanto em 1965-67 como em 1971, a existência de capacidade produtiva sub-utilizada e a situação favorável dos termos de troca externos possibilitaram uma combinação um tanto inusitada de crescimento, inflação com tendência descendente e desemprego em queda. Mas também é verdade que ambos terminaram numa situação de crise de investimento assim como numa deterioração dos termos de troca externos. E acabaram sendo sucedidos por políticas monetárias de cunho ortodoxo.

### **O Programa de Governo de Allende**

O programa de governo da coalizão tinha um caráter claramente nacionalista e socialista. Pretendia-se promover um crescimento orientado para dentro, incluindo, ainda, uma política de substituição de importações. Tratando-se de uma economia com uma indústria nascente, seria necessário que o governo provesse toda a rede de infraestrutura, além de benefícios fiscais e subsídios a fim de permitir o processo de industrialização. O governo passa a ser o grande agente da economia e a sua interferência se faz cada vez mais presente e necessária. Sendo um de seus objetivos nacionalizar, os primeiros alvos foram as maiores companhias de cobre e todos os monopólios, domésticos e estrangeiros. Em outros setores da economia, muitos negócios privados foram colocados sob a administração de conselhos de trabalhadores. Alternativamente, o governo comprou participação em companhias com o discurso de estar ampliando o que então era chamado de área de propriedade social. Multinacionais foram expropriadas e, em alguns casos – empresas de cobre, por exemplo – sem compensação alguma. Além disso, seriam criadas três áreas de propriedade: estado,

privado e uma com proprietários de diferentes setores. As mudanças institucionais incluíam a criação de um congresso composto por uma única câmara, além de descentralizar a máquina estatal e democratizar a sua administração.

Mas essa estratégia desenvolvimentista baseada numa industrialização protegida (orientada para o mercado interno) e as políticas intervencionistas levaram a adoção de políticas macroeconômicas direcionadas basicamente à obtenção de um rápido crescimento industrial. E com a sua intensificação no decorrer dos primeiros anos da década de 1970, verifica-se uma alocação de recursos claramente em favor da manufatura e, principalmente, em detrimento dos interesses do setor agrícola. Para dificultar as importações de bens manufaturados, o estado transferiu recursos de todos os setores da economia para indústria, inclusive os que seriam destinados à agricultura. Além disso, uma importante condição dessa estratégia era manter os preços dos produtos agrícolas baixos devido à sua importância na determinação dos salários assim como para a evolução do comércio e do emprego. Dessa forma, não se proporcionou estímulos à expansão e diversificação das exportações. Ao contrário, essas importações cresceram significativamente, o que não deixa de ser uma grande ironia, por se tratar até então, de um país tipicamente agro-exportador.

Durante a administração socialista de Allende, o governo adquiriu o controle, direta ou indiretamente, de uma parcela substancial das atividades produtivas. O sistema bancário foi completamente nacionalizado. Dentre as metas do programa, as principais eram elevar o padrão de vida, reduzir a taxa de inflação e melhorar tanto os serviços sociais como a seguridade social. A reforma agrária, iniciada na administração de Alessandri (1958-64) e intensificada durante a administração de Frei (1964-70), foi drasticamente

acelerada ao longo do governo de Allende, com o resultado de quase todos os estados terem sido desmembrados. Além de as provisões adquiridas com a Lei da Reforma Agrária, implantada por Frei (em vigor desde 1967), seriam usadas na sua totalidade. Todo esse esforço de redistribuição da riqueza encontrava embasamento na hipótese de que era ela o grande obstáculo ao crescimento da economia. Sendo assim, a redistribuição de fato melhoraria o desempenho econômico sem, no entanto, agredir a lógica da acumulação de capital.

Mas a experiência chilena evidencia o oposto. Acontece que um período de crise financeira, numa economia dependente profundamente de importações e créditos estrangeiros, faz com que o peso das medidas recessivas recaiam sobre os trabalhadores. A tentativa de se preservar os ganhos de redistribuição ao mesmo tempo em que é feita a contração, leva a indústria a operar abaixo de sua plena capacidade, o que contradiz a lógica da acumulação de capital. Essa contração da economia nos países agro-exportadores, provavelmente, é uma consequência inevitável dessa tentativa de redistribuição e a expansão monetária que se segue.

Logo no primeiro dia de janeiro de 1971, foi concedido aumento de salários no intuito de favorecer os trabalhadores da indústria e da agricultura com as piores remunerações. Somou-se a essa atitude, o controle de preços exercido pelo governo, em que grande parte dos produtos tiveram seus preços subsidiados, além de os preços dos bens e serviços públicos, também terem sido congelados. Com 40% da capacidade produtiva aparentemente ociosa, as indústrias puderam responder à expansão de demanda, embora os gargalos estruturais responsáveis por uma parcela dessa subutilização da capacidade produtiva continuassem tendo seus efeitos, assim como a extrema incerteza política.

A oferta monetária aumentou 113% em 1971. Durante esse mesmo período, o PIB cresceu em torno de 8% e a produção industrial, cerca de 15%. A parcela dos salários na Renda Nacional cresceu para 59%, estando, em média, num nível de 51,7% entre 1960 e 1969. No decorrer de 1971, foi conseguida a completa e unânime nacionalização das minas de cobre em poder de empresas estrangeiras, e 130 importantes empresas passaram para as mãos do estado, tanto através de compras como através de intervenção.

Por volta de julho de 1972, 3.278 fazendas tinham sido afetadas pelo processo da reforma agrária, somando-se aos 1.412 expropriados no governo de Frei. O número de lavradores beneficiados foi da ordem de 75.000 – mais do que 10% da força de trabalho rural. As empresas nacionalizadas foram colocadas sob o controle de conselhos administrativos onde os representantes dos trabalhadores tinham grande influência. Tornava-se cada vez mais difícil limitar os aumentos salariais. Estes estavam aumentando com particular velocidade nas empresas nacionalizadas, e a única forma imaginável de conter esse aumento era através do combate à inflação.

O consumo como um todo aumentou cerca de 13% entre 1970 e 1971. O efeito gerado sobre a demanda de produtos alimentícios, entre os grupos de baixa renda, foi desproporcional devido às elasticidades-renda e aos subsídios de preços. A política de taxa de câmbio, por sua vez, permitiu um aumento sem precedentes na importação de gêneros alimentícios, mesmo num momento em que o preço mundial do cobre estava caindo e o preço mundial dos alimentos subindo vertiginosamente. A importação de comida, que tinha, em média, um custo de 11,7% dos ganhos das exportações em 1965-1970, subiu para 15,7% e 33,1% em 1971 e 1972, de um montante de \$125 milhões por



ano em 1945-1970 para um montante de \$180 milhões em 1971 e \$364 milhões em 1972; os preços dessas importações subiram 8% em 1971 e 41% em 1972.

Devido a esse grande aumento nas importações de gêneros alimentícios, percebe-se um movimento de queda na sua produção interna. Esta, que tinha alcançado um crescimento de 3,5% por ano em 1965-1970 e de 4,7% em 1970-1, caiu para apenas 1,3% no período de 1971-2. A produção agrícola total cresceu um pouco mais do que isso em 1970-1972. A produção de vinho e uva cresceu algo em torno de 30% em 1970-1971. Mas se o efeito do crescimento na produção de vinho e uva em 1970-71 fosse descontado, o crescimento nesse ano seria somente de 2,9%. Em 1971-72, a produção pecuária caiu, talvez um dos motivos tenha sido a alta inflação, que incentivou os fazendeiros a segurarem seus rebanhos. As produções de trigo, milho e açúcar caíram 13%, 12%, 14%, respectivamente. Graças ao uso da capacidade ociosa da indústria, ao controle de preços e às importações agrícolas, a inflação em 1971 foi muito menor do que a verificada em 1970 (28,2% comparada com 36,1%). Porém, no início de 1972, os mercados negros, a escassez de muitos produtos e as filas começaram a aparecer, e a inflação começou a caminhar para a casa dos três dígitos (ver tabela 1).

### **Os Resultados**

As políticas populistas do governo de Allende causaram uma progressiva deterioração da situação da conta corrente, que atingiu um déficit de 3,9% do PIB em 1972. O governo usou o grande volume de reservas internacionais que havia herdado da administração de Frei para financiar esse déficit em conta corrente dos anos de 1971 e 1972, e ,por volta de agosto de 1973, as reservas estavam praticamente esgotadas.

Tendo as políticas populistas do governo tornado difícil obter financiamento externo, a situação apontava para uma grande crise do balanço de pagamentos.

Ao passar rapidamente os olhos nesses quase dois anos de governo, é possível se perceber que a principal consequência de sua política foi a perda de controle por parte do governo. Ao gerar altas taxas de inflação (255,4% em 1972), fez com que se aumentasse a demanda por altos salários, especialmente nas empresas nacionalizadas e sob intervenção do governo, e ao segurar os preços dos alimentos em níveis baixos e aplicando uma taxa de câmbio muito baixa para trigo e até mesmo para carne, provocou tamanha pressão sobre a posição das trocas externas que, dentro de um curto espaço de tempo, saiu de uma situação de comodidade para uma que requeria sérios cuidados.

Teoricamente, a inflação gerada poderia até ter desempenhado o papel de um imposto, mas isso só seria efetivo se pudesse ser controlado de forma a canalizar os recursos para um setor estatal planejado, e as facilidades legislativas para isso certamente não existiam. Na prática, desde a retirada de Allende do poder, em meados de 1972, até o golpe, em setembro de 1973, a política econômica consistiu de uma série de tentativas de retornar a uma austeridade fiscal e reduzir demanda, sem, no entanto apresentar êxito. Não foi possível atingir seus objetivos porque o governo não podia complementá-los com repressão política. O que desempenha um papel essencial na aplicação de uma política monetária restritiva mediante uma situação de crise econômica.

A falta de poder do governo, entretanto, não era resultado apenas de uma ofensiva da oposição como poderia parecer, dado o clima de golpe que pairava no ar. A máquina governamental por si só estava num estado de desorganização crescente. Empregos dentro do aparato governamental tinham sido alocados num sistema de cotas para os

vários grupos da coalizão. Com a exceção de alguns programas – como o de melhoria dos serviços de saúde, de distribuição gratuita de leite para crianças pequenas e de expropriação da terra – era excessivamente difícil implementar-se qualquer tipo de política. Dessa forma, altamente debilitado, chega ao fim o governo Allende, dando início a uma longa fase de ditadura militar.

O governo que assumiu o poder em setembro de 1973 herdou uma economia fechada ao comércio internacional, dominada pelo setor público, e sofrendo de profundos desequilíbrios macroeconômicos sob a forma de inflação crescente e um déficit em conta corrente próximo de 3% do PIB, sem acesso ao financiamento externo e sem reservas internacionais. Os preços relativos se encontravam significativamente distorcidos, e a produção e distribuição de bens eram determinadas por regras altamente burocráticas. O mercado de trabalho estava sob o domínio de poucas organizações, as quais estavam interessadas em objetivos políticos e não em buscar a melhora do bem-estar dos trabalhadores. O país, praticamente, não tinha mais reservas e o setor público não-financeiro tinha um déficit de cerca de 25% do PIB.

### **O Início da Ditadura Militar**

Depois do golpe militar de 1973, a política econômica chilena experimentou uma mudança radical. Deu-se início a um intenso processo de transformação estrutural caracterizado por uma intensa abertura da economia, um programa de privatização, e um enorme esforço de desregulamentação para se criar um setor financeiro moderno. De fato, a estabilização seguiu-se à deposição do governo da Unidade Popular (1971–1973), durante o qual as reformas redistributivas e estatizantes chocaram-se com a

estreiteza da base tributária e com o boicote do capital financeiro, gerando grandes déficits no setor público, bem como no balanço de pagamentos (ver tabela 2).

Quando o governo militar tomou o poder a desordem na economia era geral. A inflação já estava na casa dos três dígitos e havia fortes pressões negativas no balanço de pagamentos, além de um enorme déficit público. A causa desses altos níveis de inflação, como mencionado a priori, era o fato de os elevados déficits fiscais serem financiados pelo Banco Central. Dessa forma, o processo de liberalização foi adotado juntamente com a implementação de um plano de estabilização de cunho estritamente ortodoxo. Embora interagindo, essas duas frentes de ação são distintas. Enquanto o objetivo da política de estabilização era uma redução relativamente rápida da inflação, ao mesmo tempo em que se buscava um equilíbrio no mercado de trabalho; o objetivo da política de liberalização era eliminar distorções na alocação dos recursos e mudar a estrutura básica da economia. As metas para ambas as frentes deveriam ser alcançadas dado a restrição externa, todavia o equilíbrio do balanço de pagamentos não era o objetivo central e sim o combate à inflação. Devido à existência de grandes distorções de preços relativos, geradas pela política de controle de preços do governo anterior, o estágio inicial deveria consistir de uma ampla desregulamentação dos preços, desvalorizações cambiais e ajustes nos preços das tarifas públicas.

**Tabela 2**

|      | <b>Déficit da<br/>Balança<br/>Comercial*</b> | <b>Déficit em<br/>Conta<br/>Corrente*</b> | <b>Déficit<br/>Público*</b> | <b>Inflação</b> |
|------|--|---|-----------------------------|-----------------|
| 1970 | -0,7   | 1,2                                       | 2,7                         | 36,1            |
| 1971 | 1,0  | 2,1                                       | 10,7                        | 28,2            |
| 1972 | 3,5  | 3,9                                       | 13,0                        | 255,4           |
| 1973 | 1,9  | 2,7                                       | 24,7                        | 608,7           |

Fonte: Banco Central do Chile

(\*) % do PIB

Tratando-se de uma economia com numerosas distorções nos mercados de bens e de capitais, é constatada a existência de muitas barreiras tanto às trocas internacionais de bens como ao fluxo de capitais. É necessário, então eliminar as distorções e desregulamentar os mercados. Dado essa necessidade, a regra geral, para o processo de liberalização, é, num primeiro momento, o combate a essas distorções em ambos os mercados e a obtenção de uma ordem fiscal de forma a reduzir a necessidade de se recorrer a um financiamento inflacionário. Num segundo momento, a economia pode direcionar seus esforços para a liberalização de suas relações com o resto do mundo. Mas tal medida deve se proceder em duas etapas. A primeira seria reduzir as barreiras ao livre fluxo dos bens através da liberalização da balança comercial. A conta capital do balanço de pagamentos só deve ser aberta e liberalizada numa segunda etapa do programa. Isso se deve à existência de uma diferença chave entre os efeitos de se abrir as duas. Esta consiste no fato de que o mercado de ativos é muito mais sensível em relação às expectativas acerca das do futuro, por isso o seu ajustamento é mais rápido. Sendo assim, mudanças de expectativa afetam os preços dos ativos mais rapidamente. E essa diferença traz importantes implicações (as quais serão examinadas no próximo capítulo).

Um dos objetivos do plano de estabilização era atingir o equilíbrio nas contas do setor público. A política fiscal tem, como um de seus efeitos, reduzir a taxa de crescimento da componente doméstica da oferta monetária mediante um drástico corte na taxa de expansão do crédito para o setor público. Isso tem como consequência reduzir as pressões tanto inflacionárias quanto do balanço de pagamentos, além de procurar também diminuir o nível de intervenção do governo na economia.

E, no caso chileno, realmente é possível perceber que houve um profundo ajuste fiscal, o qual implicou drásticos cortes nos dispêndios do setor público, assim como aumento da arrecadação, resultando em sensível redução do déficit fiscal. A relação gastos do governo/ PIB caiu de 42,7% em 1973 para 31,7% em 1974 e para 27,4% em 1975, apesar da forte queda do produto ocorrida no período, atingindo 22,8% em 1979, enquanto a arrecadação elevava-se de 19,2% a 24,5% do PIB entre 1973 e 1979.

Uma evidência efetiva do caráter ortodoxo do processo de estabilização pode ser constatada na forte contração do nível de liquidez real da economia. Esta foi promovida pela drástica redução da oferta real de crédito, fazendo com que a relação oferta de “moeda”/ PIB, que havia atingido em 1972, cerca de 13,7%, caísse para 5,3%. Também pode se verificar uma dramática elevação da taxa real de juros, consequência tanto da contração da oferta real de crédito como da liberalização do mercado financeiro. Dessa forma, enquanto a taxa de juros alcançava níveis fortemente negativos no início de 1973 (-71,2%), dois anos após a implementação do programa, as taxas já haviam alcançado níveis positivos (15,5%), atingindo patamares ainda mais elevados nos anos subsequentes.

No que diz respeito ao mercado de trabalho, a ditadura militar desempenhou importante papel repressor. Não era permitido usar-se da coletividade como poder de barganha até antes de 1979, as greves eram proibidas, os sindicatos de trabalhadores eram altamente restritos e o seu poder controlado. Todo esse forte controle permitiu a realização de um forte arrocho salarial, o qual significou uma queda do salário real superior a 40% nos três primeiros anos de implementação do programa de estabilização. Entre 1973 e 1975, o salário real se deprimiu entre 15% e 30%. A sensível desvalorização cambial no

período imediatamente subsequente ao início da política estabilizadora, associada à queda do salário real, provocou forte elevação da relação câmbio/salário.

O processo de privatização teve início logo após a mudança política, sendo implementado ao mesmo tempo em que se executava a política de estabilização. Contudo um maior empenho nas privatizações ocorreu a partir de 1974.

### **O Problema das Restrições Comerciais**

Em fins de 1973, o regime de comércio exterior chileno era muito restritivo e complexo. Um exemplo disso era a existência de uma política cambial que incluía 8 tipos de câmbio, com uma diferença de cerca de 100% entre o mais baixo e o mais alto. A liberalização comercial se processou rapidamente, tendo a reforma começado com a redução de todas as tarifas acima de 200%. A taxa média de proteção nominal, que atingia 94% durante o governo da Unidade Popular, caiu para 67% já no segundo semestre de 1974, atingindo 44% em agosto de 1975. O governo deixou de aplicar os depósitos prévios (chegavam a até 10.000%), usados como restrição quantitativa e outras barreiras administrativas (eliminadas por completo até 1976). Em 1975, definiu-se que a estrutura tarifária teria taxas que variariam entre 10% e 35%. Mas o processo de eliminação das barreiras continuou de forma que, a partir de junho de 1979, as tarifas ficaram reduzidas a uma taxa nominal uniforme de 10%. Um dos níveis tarifários mais baixos do mundo.

A política comercial tinha como objetivo abrir a economia à concorrência externa. O processo de redução de tarifas fazia parte de uma tentativa de se eliminar as restrições às trocas externas e também incluía a eliminação gradual das barreiras não-tarifárias e o

relaxamento das restrições aos investimentos e créditos estrangeiros. O principal objetivo da política de liberalização era reverter a estratégia de substituição de importações, a fim de eliminar as distorções por ela geradas. Além de se buscar ainda uma melhora na alocação de recursos e induzir um crescimento econômico mais rápido.

O conjunto de reformas adotadas no mercado de capitais tinha objetivos similares. Elas englobavam uma total liberalização da taxa de juros e a eliminação da estruturação do sistema bancário que, sendo altamente centralizada, impossibilitava o crescimento da intermediação financeira doméstica. Os controles sobre os câmbios foram eliminados, e as barreiras para o livre movimento do capital foram largamente reduzidas. O objetivo central era melhorar a alocação de recursos e reduzir o papel do governo de direcionar os fluxos financeiros.

Representando um obstáculo real ao sucesso do plano de liberalização econômica, a política cambial passa por uma série mudanças no decorrer desse período. Os tipos de câmbio múltiplos se unificaram rapidamente e se restabeleceu um sistema onde se desvalorizava o câmbio de acordo com a diferença entre a taxa de inflação interna e a taxa de inflação externa relevante (forma de indexação cambial). O objetivo desse regime era, evidentemente, garantir a competitividade da taxa de câmbio. Ademais foi anunciado que a taxa de câmbio também seria modificada para compensar a redução das tarifas. Mas isso só ocorreu entre 1974 e 1976, visto que as fortes desvalorizações de finais de 1973 e a regra de política cambial, junto com uma inflação descendente, causaram uma depreciação do câmbio real.



### **Três Anos de Programa**

Os impactos resultantes da implementação do programa nesses três primeiros anos evidenciam que o sucesso alcançado no equilíbrio externo não foi acompanhado de igual êxito no âmbito interno, especialmente no que diz respeito à inflação.

Em primeiro lugar, a redução do salário real, com o conseqüente aumento da concentração de renda, a queda dos dispêndios do setor público aumento da arrecadação, aliados à elevação das taxas de juros e ao próprio incremento dos preços reais dos bens e serviços ofertados pelas empresas públicas, atuaram no sentido de contrair a demanda interna. Essa contração da demanda, aliada à crise de liquidez, às altas taxas de juros e ao acirramento da concorrência externa (consequência da liberação das importações), lançou a economia, em geral, e a indústria, em particular, em aguda crise, com forte queda tanto do produto total quanto do produto industrial e com o conseqüente aumento da taxa de desemprego.

Tanto a contração da demanda como a desvalorização cambial tiveram efeito sobre o valor das importações. Porém a queda não se processou nos níveis esperados devido aos efeitos contraditórios da abertura comercial. Mas ainda assim, alcançou-se o equilíbrio externo, com a obtenção de saldos positivos tanto no balanço de transações correntes quanto no balanço de pagamentos. Dessa forma, o Chile conseguiu reequilibrar as suas contas externas a partir de 1976.

### Altos Custos

A estratégia ortodoxa entretanto fracassou no combate à inflação. De fato, nota-se uma aguda aceleração inicial do processo inflacionário. Assim, a inflação que havia alcançado 64,5% no último trimestre do governo de Allende, saltou para 128,5% no primeiro semestre do novo governo. Passado esse estágio de repique inflacionário, realmente houve uma queda da taxa de inflação. Contudo o ritmo de aumento dos preços ainda continuou extremamente elevado, com a manutenção de um patamar de inflação próximo de 350% ao ano. Um agravante para essa rigidez inflacionária, que persistia mesmo com a grande contração monetária e a redução do déficit público, foi o choque externo do preço do cobre ocorrido em finais de 1974, e que aprofundou a recessão (ver tabela 3).

**Tabela 3**

|      | Inflação | Tx de<br>Crescimento<br>do PIB | Déficit<br>Público | Taxa<br>de<br>Desemprego* | Preço do<br>Cobre** |
|------|----------|--------------------------------|--------------------|---------------------------|---------------------|
| 1972 | 255,4    | -1,2                           | 13,0               | 3,3                       | 48,6                |
| 1973 | 608,7    | -5,6                           | 24,7               | 5,0                       | 80,8                |
| 1974 | 369,2    | 1,0                            | 3,5                | 9,5                       | 93,3                |
| 1975 | 343,3    | -12,9                          | 0,9                | 14,8                      | 55,9                |

Fonte: Banco Central do Chile

(\*) % da força de trabalho

(\*\*) US\$ por pound

O processo de ajustamento ortodoxo teve altos custos sociais, em termos de redução da renda e do consumo per capita, forte queda do salário real, drásticos cortes nos dispêndios sociais e sensível deterioração da distribuição funcional e pessoal de renda.

O processo de ajuste também implicou a elevação da taxa de desemprego, chegando a níveis muito elevados. Em 1972, o número de desempregados era de 92 mil pessoas,

saltando para 282 mil dois anos depois, atingindo mais de 610 mil em 1976, o equivalente a mais de 19% da força de trabalho.

Além de tudo isso, houve um aumento significativo do grau de concentração funcional e/ou familiar de renda. De um lado, a privatização das empresas dos setores mais pela abertura comercial e o acesso privilegiado de determinados grupos ao crédito externo favoreceram os grandes conglomerados financeiro-industriais. De outro lado, a contração dos gastos sociais, a dramática expansão do desemprego e a diminuição da taxa de salário real levaram a uma deterioração da situação econômica dos grupos de menor renda. Quanto à concentração funcional de renda, o “choque ortodoxo” implicou a rápida e aguda queda da participação dos salários na renda nacional. Em 1972, essa participação era de 46,8%, caindo para apenas 34,6% em 1974.

Percebendo que as medidas ortodoxas tinham gerado altos custos sociais e resultados muito pequeno em seu objetivo maior, que era debelar o processo inflacionário, o governo decide adotar novas medidas. Somou-se ainda a esse contexto de recessão interna um choque externo, em 1974, que levou a uma forte queda do preço internacional do cobre, principal produto da pauta de exportação do Chile. Esse choque externo fez necessária uma desvalorização cambial, comprometendo ainda mais a reversão do quadro inflacionário. O Chile chega então ao fim desses três primeiros anos de ditadura militar num contexto de profunda recessão econômica e com tímidos resultados com relação ao objetivo inflacionário. A nova estratégia política a partir desse momento seria baseada no uso da taxa de câmbio como instrumento para que a inflação interna convergisse para os níveis da inflação externa relevante.

### **Mudança de Estratégia**

O fracasso do programa ortodoxo em debelar o processo inflacionário levou a uma mudança de estratégia, com a taxa de câmbio sendo usada como “âncora” para o nível de preços.

Existe uma série de motivos que fazem da taxa de câmbio uma âncora nominal efetiva para a desinflação em economias onde essa é elevada. Primeiro, a taxa de câmbio fixa desempenha um importante papel historicamente como uma forma de manter a estabilidade dos preços. Segundo, ela geralmente é reconhecida como uma das componentes críticas nos programas que combateram as hiperinflações européias após a I Guerra Mundial. Terceiro, o fato da própria taxa de câmbio significar um preço ao qual os preços dos “tradeables” estão vinculados, tendo dessa forma um efeito mais direto do que a moeda como âncora para inflação. Quarto, como uma meta nominal, a taxa de câmbio é uma âncora nominal mais transparente do que a moeda.

Mas fixar a taxa de câmbio geralmente não é suficiente, pois ela apenas pode ancorar uma parte dos preços. Além disso, fixar a taxa de câmbio não é suficiente para mudar as expectativas, conforme os agentes percebam que o programa não está baseado em mudanças políticas fundamentais. Política monetária não é um instrumento efetivo nesses tipos de programa, visto que ela é endógena com mobilidade de capitais. E o equilíbrio fiscal é necessário, mas não suficiente para reduzir inflação nos programas de estabilização baseados na taxa de câmbio. É aí que entra a questão fundamental da credibilidade. Por um lado, relacionada com a percepção de que o equilíbrio fiscal é sustentável e, por outro, com o comprometimento do próprio governo com a política cambial anunciada.

A mudança de política econômica foi assinalada pela revalorização do peso em 10% em junho de 1976. Dessa forma, a partir de 1976, o câmbio passou a ser usado para guiar as expectativas dos indivíduos. Estabeleceu-se que o valor futuro da taxa de câmbio nominal seria anunciado com 30 dias de antecedência (“crawling peg” ativo). Depois de duas revalorizações nominais, em 1976 e 1977, passou-se de uma regra passiva para uma regra ativa em que a taxa de desvalorização nominal era determinada antecipadamente como forma de se influenciar as expectativas inflacionárias. Por último, em junho de 1979 (depois de uma desvalorização cambial de 5,7%), adotou-se uma taxa de câmbio fixa.

Estabilização baseada na taxa de câmbio tem como fim reduzir a inflação usando a taxa de câmbio como a principal âncora nominal. Isso não significa necessariamente uma taxa de câmbio fixa. Um “crawling peg” com uma baixa taxa de depreciação ou uma redução gradual pré-anunciada na taxa de desvalorização são formas alternativas de se usar a taxa de câmbio como uma âncora nominal. Esses programas de estabilização baseados na taxa de câmbio têm sido mais efetivos em trazer a inflação a patamares mais baixos em economias onde essa é alta do que programas baseados em políticas monetárias. Porém quando essa redução é gradual esse processo resulta em uma apreciação real contínua. O Chile, mesmo fixando sua taxa de câmbio em 1979, não conseguiu reduzir a taxa de inflação.

**Quadros:**

Quadro I

**INDICADORES ECONÔMICOS BÁSICOS**

|      | PIB<br>per<br>capita<br>(1970=100) | Tx Crescim.<br>do PIB<br>(%) | Tx<br>de<br>Inflação<br>(%) | Taxa<br>de<br>desemprego<br>(%) | Salários<br>reais<br>(1970=100) | Déficit<br>Setor Público<br>(% PIB) |
|------|------------------------------------|------------------------------|-----------------------------|---------------------------------|---------------------------------|-------------------------------------|
| 1970 | 100,0                              |                              | 36,1                        | 5,9                             | 100,0                           | 2,7                                 |
| 1971 | 108,9                              | 8,9                          | 26,5                        | 5,2                             | 128,5                           | 10,7                                |
| 1972 | 106,4                              | -1,2                         | 254,5                       | 4,1                             | 100,6                           | 13,0                                |
| 1973 | 98,3                               | -5,6                         | 606,1                       | 4,8                             | 81,3                            | 24,7                                |
| 1974 | 97,1                               | 1,0                          | 369,2                       | 9,1                             | 68,1                            | 3,5                                 |
| 1975 | 81,2                               | -12,9                        | 343,3                       | 17,6                            | 65,9                            | 0,9                                 |
| 1976 | 83,2                               | 3,5                          | 198,0                       | 21,9                            | 67,8                            | -0,6                                |
| 1977 | 90,4                               | 9,9                          | 84,2                        | 18,9                            | 74,8                            | -0,1                                |
| 1978 | 96,1                               | 8,2                          | 37,2                        | 18,0                            | 79,6                            | -1,5                                |
| 1979 | 101,8                              | 8,3                          | 38,9                        | 17,3                            | 86,1                            | -3,3                                |
| 1980 | 107,5                              | 7,8                          | 31,2                        | 16,9                            | 93,5                            | -4,5                                |

Fonte: Banco Central do Chile

Analisando os dados desse primeiro quadro pode-se constatar:

- A taxa de inflação deu um grande salto a partir de 1971.
- O Déficit público praticamente quintuplicou em 1971 e aumentou mais ainda nos dois anos subsequentes.
- A forte contração dos salários nos três primeiros anos do governo militar.

## Quadro II

## INDICADORES DO SETOR EXTERNO

|      | Taxa de Juros | Taxa de Câmbio Real* (1977=100) | Termos de Troca (70=100) | Exportações (US\$MM) | Importações (US\$MM) | Déficit Conta Corrente (US\$MM) | Dívida Externa (US\$MM) |
|------|---------------|---------------------------------|--------------------------|----------------------|----------------------|---------------------------------|-------------------------|
| 1970 | 7,8           | 100                             | 100,0                    | 1.112,0              | 956,0                | 81,0                            | 3.123,0                 |
| 1971 | 5,7           | 91,9                            | 78,1                     | 999,0                | 1.015,0              | 189,0                           | 3.196,0                 |
| 1972 | 5,3           | 69                              | 71,9                     | 849,0                | 1.103,0              | 387,0                           | 3.602,0                 |
| 1973 | 8,1           | 83,9                            | 83,3                     | 1.309,0              | 1.447,0              | 294,0                           | 4.048,0                 |
| 1974 | 10,7          | 130,6                           | 88,0                     | 2.151,0              | 2.016,0              | 211,0                           | 4.774,0                 |
| 1975 | 7,8           | 179                             | 53,1                     | 1.590,0              | 1.708,0              | 491,0                           | 5.263,0                 |
| 1976 | 6,7           | 144,7                           | 57,1                     | 2.116,0              | 1.655,0              | 148,0                           | 5.233,0                 |
| 1977 | 6,8           | 120,9                           | 51,3                     | 2.185,0              | 2.417,0              | 551,0                           | 5.613,0                 |
| 1978 | 9,1           | 134,1                           | 50,5                     | 2.460,0              | 3.243,0              | 1.088,0                         | 7.011,0                 |
| 1979 | 12,7          | 131                             | 59,5                     | 3.835,0              | 4.708,0              | 1.189,0                         | 8.663,0                 |
| 1980 | 15,2          | 114,4                           | 59,8                     | 4.705,0              | 6.145,0              | 1.971,0                         | 11.207,0                |

Fonte: Banco Central do Chile

(\*) Aumentos significam uma depreciação real

A partir do quadro II pode-se verificar:

- Queda nas exportações e aumento nas importações no período do governo de Allende.
- Um enorme aumento do déficit em conta corrente a partir de 1971-72.
- As grandes desvalorizações cambiais decorrentes do choque externo em 1974-75.

## **CAPÍTULO II: A CONSTRUÇÃO DE UMA CRISE – COMO A POLÍTICA ECONÔMICA FOI DETERMINANTE**

### **O Período de 1974-1981**

No início dos anos setenta, o governo socialista de Allende precipitou uma crise econômica. Políticas populistas, desde financiamento do déficit até sobrevalorização da moeda, e o uso de controle de preços e racionamento, causaram uma diminuição do produto, uma crise cambial, e uma inflação aguda. O processo inflacionário acelerou-se profundamente, tendo a taxa anual alcançado, aproximadamente, 463% em agosto de 1973, mês anterior à queda de Allende. As reservas internacionais tinham se esvaído, e o déficit em conta corrente alcançou 2,7% do PIB (ver tabela 1). Por detrás da aceleração da inflação e da crise do balanço de pagamentos do período, existia um déficit consolidado do setor público, próximo a 25% do PIB. Em setembro de 1973, o governo constitucional do Chile, tendo trazido a economia ao fundo do poço, foi deposto por um violento golpe. As políticas dos seis anos seguintes teriam cinco principais áreas de atuação: restaurar o vigor do setor privado, desregular (abertura comercial), equilibrar o orçamento, combater inflação, e resolver a crise cambial externa.



Quando o governo militar tomou o poder, a inflação já havia alcançado a casa dos três dígitos. Após um primeiro estágio de desregulamentação de preços, desvalorizações na taxa de câmbio e ajustamento das tarifas públicas, o governo, em 1975, adotou um plano de estabilização ortodoxo com o objetivo de reduzir a inflação mediante tratamento de choque.

**Tabela 1**

| Anos | Taxa de crescimento do PIB | Déficit em Conta Corrente* | Taxa de Inflação | Taxa de Câmbio Real | Déficit do Setor Público* |
|------|----------------------------|----------------------------|------------------|---------------------|---------------------------|
| 1971 | 9,0                        | 2,1                        | 28,2             | 85,6                | 10,7                      |
| 1972 | -1,2                       | 3,9                        | 255,4            | 64,7                | 13,0                      |
| 1973 | -5,6                       | 2,7                        | 608,7            | 74,4                | 24,7                      |
| 1974 | 1,0                        | 0,4                        | 369,2            | 122,7               | 3,5                       |

Fonte: Banco Central do Chile

(\*) % do PIB

Dado a situação existente e os objetivos do novo governo, pode-se dizer que a economia chilena passou por uma ambiciosa experiência de política econômica no período de 1974-81, assim como por um processo de estabilização inflacionária e ajuste estrutural. Este último significava não apenas mudanças na alocação de recursos mas também uma reestruturação básica nas instituições econômicas e sociais. As reformas abrangiam o mercado de trabalho e as relações trabalhistas, o mercado de ativos, as políticas sociais do governo, propriedade privada, etc. Indicando uma mudança radical em relação ao passado.

Dentre os principais objetivos do governo militar que assumiu o poder em setembro de 1973, estavam a eliminação do severo desequilíbrio macroeconômico que foi herdado e o restabelecimento de uma economia de mercado.

Para atingir suas metas, o governo teria que rever as responsabilidades do setor público e reduzir substancialmente a sua participação nas atividades da economia. Exemplos da magnitude de tal esforço podem ser citados, como a questão do déficit orçamentário, que foi brutalmente cortado, saindo de um nível de 25% do PIB, em 1973, para 1%, em 1975 (ver tabela 2). Além da política monetária altamente restritiva que fez com que as taxas de juros reais ficassem acima de 50% ao ano. Em relação à amplitude de setores da economia afetados pelas medidas: todos os controles de preços foram eliminados, os subsídios no mercado doméstico cortados, as restrições quantitativas ao comércio foram eliminadas e as tarifas cortadas para um nível uniforme de 10% em 1979. O sistema múltiplo de taxa de câmbio foi rapidamente unificado para apenas dois, e combinado a uma larga desvalorização de 300%, sendo depreciada a uma taxa suficiente para garantir que não houvesse perda de competitividade (forma de compensar a redução tarifária) e mantendo ainda assim a preocupação com a inflação. O resultado foi o surgimento de uma inflação de preços pós-liberalização, alcançando um nível de 85% em 1977. O governo também deu início a um rápido programa de privatizações, no qual mais de \$ 1 bilhão retornou para o setor privado a partir de 1974.

Tamanha severidade associada à conjuntura externa do momento, fez com que a economia chilena crescesse modestamente nos anos seguintes ao golpe. O choque externo, conjugado às reformas estruturais levou a uma profunda recessão, durante a qual o desemprego subiu para um nível de 15% da força de trabalho (ver tabela 2), enquanto que os salários reais caíram mais de 10% durante esse mesmo período (1974-75).

Tabela 2

| Anos | Taxa de crescimento do PIB | Déficit do Setor Público* | Taxa de Desemprego** | Taxa de Câmbio Real | Preço do cobre (US\$ por pound) | Termos de Troca de |                  |
|------|----------------------------|---------------------------|----------------------|---------------------|---------------------------------|--------------------|------------------|
|      |                            |                           |                      |                     |                                 | (1977=100)         | Taxa de Inflação |
| 1973 | -5,6                       | 24,7                      | 5,0                  | 74,4                | 80,8                            | 191,0              | 255,4            |
| 1974 | 1,0                        | 3,5                       | 9,5                  | 122,7               | 93,3                            | 187,0              | 608,7            |
| 1975 | -12,9                      | 0,9                       | 14,8                 | 147,1               | 55,9                            | 103,0              | 369,2            |
| 1976 | 3,5                        | -0,6                      | 12,7                 | 124,1               | 63,6                            | 114,0              | 343,3            |
| 1977 | 9,9                        | -0,1                      | 11,8                 | 100,0               | 59,3                            | 100,0              | 198,0            |
| 1978 | 8,2                        | -1,5                      | 14,2                 | 111,4               | 61,9                            | 115,0              | 84,2             |
| 1979 | 8,3                        | -3,3                      | 13,6                 | 112,2               | 89,8                            | 115,0              | 37,2             |
| 1980 | 7,8                        | -4,5                      | 10,4                 | 97,2                | 99,2                            | 118,0              | 38,9             |
| 1981 | 5,5                        | -0,8                      | 11,1                 | 84,5                | 78,9                            | 104,0              | 31,2             |

Fonte: Banco Central do Chile

(\*) % do PIB

(\*\*) % da força de trabalho

A recessão de 1975, dentro desse contexto, pode ser explicada por três causas principais: a grande piora dos termos de troca (ver tabela 2), com o preço do cobre caindo em torno de 45%, em termos reais, e o preço do petróleo mais do que triplicando. Um segundo fator foi o severo programa de ajustamento na forma de políticas monetária e fiscal restritivas, as quais foram introduzidas em abril de 1975. Uma terceira causa da recessão foi o enorme salto dos preços que se seguiu à eliminação do controle de preços. Os preços no Chile tinham permanecido sob o controle governamental desde 1952, e a reação do setor privado produziu uma grande elevação no nível de preços, fazendo com que as políticas monetária e fiscal fossem mais restritivas do que se esperava. Dessa forma, os efeitos do plano de estabilização sobre a economia conjugados aos efeitos dos choques externos adversos de 1975, se traduziram numa queda do PIB em torno de 13%. A inflação, mesmo assim, permaneceu um tanto rígida, não caindo abaixo do nível de 100% ao ano até 1977, quando um programa ortodoxo, focado, inteiramente, em conter gastos nominais, foi complementado com medidas do lado da oferta.

Logo no começo de 1975, dois acontecimentos fizeram com que o governo mudasse sua estratégia estabilizadora em favor de um programa mais drástico, menos gradual. Primeiro, uma intensa piora dos termos de troca, em que houve uma redução do preço do cobre de quase 45% em termos reais e a persistência dos preços do petróleo no nível mais alto do ano anterior, tornou difícil o financiamento do déficit em conta corrente resultante. Segundo, o governo não estava satisfeito com o ritmo com que a inflação decrescia. De fato, a inflação mensal foi até mesmo intensificada no início de 1975, alcançando 17% nos meses de fevereiro e março, momento em que a desvalorização sofreu uma aceleração como forma de enfrentar a deterioração da conta corrente.

A aceleração da inflação (a inflação para o trimestre janeiro-abril era de 90%), levou à elaboração de um ajustamento fiscal mais radical. O novo programa, anunciado em abril de 1975, incluía mais um ajuste fiscal na forma de um aumento temporário de 10% do imposto de renda, um adicional de 10% nos impostos sobre bens de luxo, uma redução entre 15 e 25% nos gastos orçados em bens e serviços providos por entidades e empresas públicas, e a eliminação de todas as exceções ao imposto de valor adicionado. Esperava-se uma desaceleração da taxa de crescimento da oferta monetária de acordo com a redução do déficit não financeiro do setor público.

Para dar suporte à nova estratégia de crescimento orientado pelo setor exportador, e como resposta à grande piora nos termos de troca, as correções monetária e fiscal foram acompanhadas por uma política agressiva de “crawling peg” guiada de forma a atingir e manter uma taxa de câmbio real mais elevada. Além disso, começando em outubro de 1974, os salários do setor público passaram a ser indexados para compensar plenamente a inflação do período anterior. Ao mesmo tempo o governo determinou que fosse realizado um ajuste salarial para o setor privado baseado na inflação passada. No início,

para evitar um grande aumento nos salários reais, enquanto a inflação estava sendo radicalmente reduzida, o tamanho do ajuste não compensava de forma plena a inflação passada. Esses mecanismos de ajuste da taxa de câmbio e dos salários introduziram uma grande inércia inflacionária na economia.

Como resultado do substancial ajuste fiscal, o déficit não financeiro do setor público foi reduzido em mais 2,6 pontos percentuais do PIB em 1975, a despeito da profunda recessão. O tamanho do ajuste fiscal, o qual implicou uma redução do déficit de 3,5% do PIB em 1974 para 0,9% do PIB em 1975, associado ao aperto monetário agravou os efeitos da queda nos termos de troca. O déficit em conta corrente em 1975, que, no início de 1975, se esperava ser de \$ 2 bilhões para o ano, foi de apenas \$ 492 milhões no final do ano. Todavia, a inflação nesse mesmo ano foi de 343,3%, marginalmente abaixo dos 369,2% de 1974 (ver tabela 2). Os custos de redução da inflação e do déficit externo, em termos de queda do PIB, e o resultante aumento na taxa de desemprego mostraram-se bastante elevados.

Em 1976, a economia ainda experimentava um alto nível de inflação (198,3% ao ano) e alto desemprego (12,7%), além de possuir, em reservas internacionais, apenas US\$ 107,9 milhões, o que equivalia a menos de um mês de importações. No entanto, na medida em que as reformas apresentavam progressos e sua credibilidade aumentava, a economia começou a crescer.

Com a recuperação do crescimento, o combate à inflação tornou-se máxima prioridade para o time econômico. O pequeno progresso conseguido no sentido de combatê-la, a despeito de um orçamento já superavitário no início de 1976, fez com que se percebesse que seria necessário mais do que uma disciplina fiscal para dobrar a inflação.

Não satisfeito com o progresso realizado no combate à inflação, e percebendo um superávit de \$ 148 milhões na conta corrente do balanço de pagamentos em 1976, o Banco Central efetuou uma revalorização de 10% em junho de 1976 e novamente em março de 1977. A inflação declinou rapidamente, mas ainda se encontrava num nível de 198% em 1976, e 84,2% em 1977. A taxa de desemprego caiu para 12,7% em 1976, e para 11,8% em 1977 (ver tabela 2).

### **Mudança de Política Cambial**

Nesse cenário, o ano de 1978 foi marcado por uma grande mudança política, visto que o governo mudou a sua ênfase para o uso da taxa de câmbio como instrumento principal de seu programa anti-inflacionário. O Chile introduziu, em fevereiro de 1978, um sistema de fixação de depreciações cambiais, que seriam previamente anunciadas, conhecido como “sistema tablita”. Essa política culminou, em junho de 1979, num sistema de taxa de câmbio nominal fixa, tendo a taxa de câmbio sido fixada em 39 pesos por dólar. Taxa que foi mantida até junho de 1982. O objetivo maior de tal medida era forçar a inflação dos preços domésticos a convergir para os níveis internacionais. O governo acreditava que o “crawling peg”, e a posterior taxa de câmbio fixa reduziriam a inflação tanto ao moldar as expectativas como ao influenciar diretamente os preços dos tradables em todos os preços do mercado doméstico.

Com a introdução do sistema de “crawling peg”, em fevereiro de 1978, para a taxa de câmbio nominal do peso em relação dólar, o custo dos empréstimos externos diminuiu de 22,6% ao ano no quarto trimestre de 1977 para 10,2% ao ano no primeiro trimestre de 1978, se tornando negativo a partir de então até o final de 1980. Essa redução nos custos do financiamento externo fizeram com que se aumentassem consideravelmente

os influxos de capitais. Devido a inapropriadas regulação e supervisão do sistema bancário, acentuou-se o tradicional problema de “moral hazard” associado aos seguros dos depósitos, permitindo um grande aumento dos empréstimos externos.

Após um longo período de um ativo sistema de “crawling peg”, que, durante a primeira fase do programa, seguiu uma política de atrelamento ao dólar (crawl), e, em 1978, foi caracterizado pelo pré-anúncio do comportamento a ser seguido dentro de um horizonte especificado ( a “tablita”), em junho de 1979, a taxa de câmbio foi fixada em termos nominais em relação ao dólar. Tal medida foi adotada num momento em que a inflação chilena estava substancialmente acima dos níveis internacionais.

As pessoas acreditavam que fixar a taxa de câmbio implicava, de uma forma ou de outra, uma rápida convergência da taxa de inflação doméstica para a taxa internacional. Além disso, a única forma de a taxa de câmbio fixa ser possível no longo prazo, seria se a inflação doméstica caísse substancialmente após a fixação para um nível bem próximo do internacional. Mediante uma forte substituição de consumo e produção entre tradables e nontradables, pensava-se que a “lei de um único preço” seria válida não apenas no longo prazo mas também no curto prazo.

Entretanto, o sistema de indexação dos salários e contratos financeiro não foi mudado no momento em que se alterou a política cambial. Desde outubro de 1974, os salários vinham sendo indexados à inflação passada com plena compensação. O novo código trabalhista de 1979 ainda assegurava que, para trabalhadores sujeitos à barganha coletiva, o salário mais baixo oferecido seria igual ao salário anteriormente corrigido pela variação do IPC desde o último salário contratual. Indexação total ao IPC também era aplicada, em bases voluntárias, aos contratos financeiros, aos aluguéis residenciais, e

a muitos outros contratos privados. Essa ampla indexação existente na economia, dentro de um contexto de inflação em queda e taxa de câmbio fixa, acabou por resultar em um ritmo lento de redução da inflação e numa apreciação da taxa de câmbio real.

Outro problema existente no período após 1975 eram as altas taxas de juros reais que se seguiram à desregulação do sistema financeiro doméstico. Em resposta a esses altos níveis, começaram a surgir pressões para a liberalização dos fluxos de capital, de forma que as empresas domésticas pudessem pegar empréstados às taxas externas, mais baixas. Seguindo à introdução das desvalorizações pré-anunciadas, o grande spread inicial existente entre a taxa de juros doméstica e a taxa de juros externa – ajustada à taxa de desvalorização esperada – aumentou os incentivos para se trazer capitais para o Chile. A fixação da taxa de câmbio em 1979 associada ao fato da conta capital estar aberta, fez com que a taxa de câmbio se tornasse um importante preço não apenas para o mercado de bens, mas também para as decisões financeiras. A desregulamentação do sistema financeiro havia permitido que instituições financeiras adquirissem empresas não financeiras, enquanto mantinham seu papel tradicional como intermediárias financeiras. Os bancos pegavam empréstimos externos não apenas para emprestar domesticamente, mas também para financiar a aquisição de outras firmas formando grandes conglomerados. Instituições fracas, assim como precárias regulações financeiras, na presença de um total seguro de depósito, resultaram em um risco, sem qualquer garantia, incorrido pelo sistema financeiro. O resultado foi um intenso influxo de capitais, um “boom” de consumo, e uma imensa apreciação real. Práticas de empréstimos negligentes realizadas pelo sistema financeiro permitiram um “boom” de gastos, o que resultou num déficit na balança comercial de 10,3% do PIB em 1981 (ver tabela 3).



Esses sinais de super aquecimento da economia poderiam ser previamente diagnosticados, tanto por uma aceleração da inflação como por escassez de reservas internacionais, ligada a déficits em conta corrente. Entretanto, com a conta capital aberta, qualquer déficit em conta corrente poderia ser coberto por influxos voluntários de capitais, mascarando os sinais normais. Outras duas importantes consequências foram sobre os investimentos e sobre a poupança. Do lado da poupança, a entrada de fundos externos para financiar a compra de ativos existentes inflacionou intensamente seus preços, gerando efeitos de riqueza os quais influenciaram as decisões de poupar. Apesar dos grandes ganhos de renda durante esse período (7% ao ano em média), o consumo privado se expandiu a um ritmo ainda mais acelerado (8%), e a poupança privada permaneceu em um nível bem baixo. A poupança nacional ficou na média de 11,5% do PIB. Enquanto isso, guiado por um impulso de intenso crescimento do produto e custos reais de financiamento muito menores, investimento atingiu um pico de 19,5% do PIB por volta de 1981 (ver tabela 3). Em preços nominais, a poupança externa, medida através do déficit em conta corrente, era equivalente à metade do investimento fixo realizado no período de 1978-81, com um pico de 14,5% do PIB em 1981. Esse comportamento desencontrado entre investimento e poupança nacional era uma consequência natural do crescimento da dívida externa.

No momento em que a taxa de câmbio foi fixada, a inflação mensal estava em torno de 3%. Além disso, após sua fixação, a indexação salarial foi confirmada na nova Lei Trabalhista, embora tal mecanismo já existisse durante os cinco anos anteriores. Dessa forma, a evolução que a taxa de câmbio real seguiu, em grande parte, foi devida ao dinamismo dos preços dos nontradables. Ainda, a evolução dos preços dos nontradables estava intrinsecamente relacionada à evolução dos salários baseados na indexação integral. Como mencionado a priori, a taxa de inflação chilena estava substancialmente

acima dos níveis internacionais, sendo assim, após junho de 1979, o que se pode perceber é uma deterioração da taxa de câmbio real. O que foi uma consequência direta da fixação da taxa de câmbio dentro de uma conjuntura não muito propícia e foi independente da evolução do influxo de capitais e outras variáveis macroeconômicas.

Inicialmente, a deterioração da taxa de câmbio real foi apenas uma consequência da dinâmica dos preços. Se a fixação do câmbio tivesse sido a única mudança, então teria acarretado uma perda de competitividade e uma recessão. Entretanto, um segundo efeito ocorreu validando essa taxa de câmbio mais baixa e fez com que esse nível menor

### **A Crise do Balanço de Pagamentos**

| <b>Categoria</b>      | <b>1979</b> | <b>1980</b> | <b>1981</b> | <b>1982</b> |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Balanço de Pagamentos | 1047        | 1244        | 766         | -1165       |
| Conta Corrente        | -1169       | -1971       | -4733       | -2304       |
| Serviços Financeiros  | -675        | -930        | -1453       | -1921       |

ficasse mais próxima do equilíbrio. Essa mudança foi o substancial aumento no influxo de capitais.

Na realidade, a deterioração da taxa de câmbio (ver tabela 3) ocorrida no final de 1979 e início de 1980, foi, em muito, consequência da indexação salarial. Outro efeito importante foi o que a fixação da taxa de câmbio teve sobre as taxas de juros reais denominadas em dólar, que se tornaram altamente negativas a partir do terceiro trimestre de 1979, até o último trimestre de 1980. Em grande parte, isso foi devido ao fato de a inflação chilena não ter convergido, durante um longo período, para os níveis internacionais. Ao passo que a taxa de juros real denominada em peso se encontrava altamente positiva (22% no primeiro trimestre de 1980). Assim, havia uma substancial diferença entre se obter empréstimos no mercado doméstico e no mercado internacional.

Esse enorme spread existente fez com que a deterioração da taxa de câmbio fosse acompanhada de uma profunda recessão, graças ao grande influxo de capitais, o qual chegou a US\$ 2 bilhões em 1979, US\$ 3 bilhões em 1980, e próximo de US\$ 5 bilhões em 1981.

Após três anos em que a taxa de câmbio permaneceu fixa, a inflação caiu para um nível anual de um dígito em 1981. Mas esse acontecimento, que trouxe consigo uma apreciação real de 25%, não durou muito tempo. No momento em que o financiamento externo foi drasticamente reduzido, em 1982, as autoridades econômicas decidiram usar uma política de não interferir para permitir o mecanismo de ajuste automático para acomodar os gastos domésticos a um nível bem menor de financiamento externo.

A redução dos gastos exigia uma grande depreciação real para evitar um aumento no desemprego do setor de nontradables. Com a taxa de câmbio nominal fixa, esse ajustamento poderia ser feito apenas através de um diferencial de inflação mais baixo para o Chile do que externamente. Mas o mecanismo de ajustamento dos salários indexados implicava em uma rigidez para o ajustamento da taxa de câmbio real. Dessa forma, o método selecionado para ajustar as contas externas tornou-se altamente custoso. O PIB caiu 14,1% em 1982, e a taxa de desemprego aumentou 8,3 pontos percentuais entre 1981 e 1982 (ver tabela 3).

Tabela 3

| Anos | Taxa de crescimento do PIB | Déficit da Balança Comercial* | Déficit em Conta Corrente* | Taxa de Desemprego** | Taxa de Câmbio Real | Termos de Troca (1977=100) |
|------|----------------------------|-------------------------------|----------------------------|----------------------|---------------------|----------------------------|
| 1977 | 9,9                        | 1,8                           | 3,7                        | 11,8                 | 100,0               | 100,0                      |
| 1978 | 8,2                        | 3,3                           | 5,2                        | 14,2                 | 111,4               | 115,0                      |
| 1979 | 8,3                        | 2,8                           | 5,4                        | 13,6                 | 112,2               | 115,0                      |
| 1980 | 7,8                        | 4,2                           | 7,1                        | 10,4                 | 97,2                | 118,0                      |
| 1981 | 5,5                        | 10,3                          | 14,5                       | 11,3                 | 84,5                | 104,0                      |
| 1982 | -14,1                      | 1,9                           | 9,2                        | 19,6                 | 94,2                | 90,0                       |

Fonte: Banco Central do Chile

(\*) % do PIB

(\*\*) % da força de trabalho

### Sinais da Crise

Em 1981, os primeiros sintomas de uma recessão começaram a aparecer, através de uma piora nos termos de troca e um aumento das taxas de juros internacionais. A profunda recessão se mostrou ser muito mais consequência de um sistema financeiro regulado de forma ineficiente. Aproximando-se do final de 1981, o governo começou a ampliar as regulações ao sistema financeiro e reduziu a concentração “liabilities” do sistema bancário, mas já era tarde, e o sistema financeiro começou a entrar em colapso. Devido à grande crise de inícios de 1983, o governo teve que intervir no sistema financeiro, para dar suporte financeiro a firmas e famílias, e para dar assistência aos desempregados. O resultado que o déficit do setor público, incluindo o déficit quasi-fiscal do Banco Central, sofreu um grande aumento.

O Banco Central desempenhou um papel fundamental socorrendo o sistema financeiro e ao distribuir substancial volume de subsídios para o setor privado durante a crise. O Banco Central foi capaz de utilizar o seu acesso aos mercados financeiros doméstico e externo para financiar as suas operações de socorro. O resultado dessa atitude foi que os gastos associados ao socorro de instituições financeiras com problema não foram

financiados com expansão monetária, ao invés disso, através de emissões de títulos da dívida do Banco Central, tanto doméstica quanto externa, que rendiam juros. Mesmo quando o déficit do setor público (incluindo o déficit quasi-fiscal do Banco Central) já se encontrava próximo de 10% do PIB, em 1985, o Banco Central recorreu aos mercados financeiros doméstico e externo para obter financiamento não monetário através da emissão de sua própria dívida. Conforme a dívida inicial do setor público estava muito pequena e o risco de emprestar para um setor privado falido estava muito alto, as taxas de juros reais internas não aumentaram muito. A partir de então o Chile deu início a um novo programa de ajuste fiscal, tão profundo quanto aquele implementado no período de 1974-76.

Uma vez estando a crise financeira sob controle, era preciso agora enfrentar o problema de se conseguir reverter a situação da balança comercial e ao mesmo tempo criar as condições necessárias para um crescimento sustentado. Por volta de 1984, o déficit não financeiro do setor público já alcançava 4,3% do PIB; as perdas incorridas pelo Banco Central para socorrer o sistema financeiro e os devedores privados foi estimado em outros 4,8% do PIB.

### **Origens da Crise**

Os empréstimos voluntários começaram a escassear em 1982 com a crise da dívida mexicana. A crise da dívida externa chilena foi, em muito, agravada pelos choques externos, que provocaram um agudo corte nos novos empréstimos, deteriorando, dessa forma, os termos de troca; assim como pelo drástico aumento das taxas de juros mundiais. A deterioração dos termos de troca chilenos foi a pior da América Latina.

Eles caíram cerca de 15% entre os anos de 1979 e 1981 (ver tabela 3), para um nível de apenas metade de 1970.

A mudança para um cenário externo adverso, com taxas de juros internacionais mais elevadas e deterioração dos termos de troca, ocorreu num momento delicado para a economia chilena: um nível de produto muito aquecido, um déficit em conta corrente de dois dígitos como porcentagem do PIB, preços relativos distorcidos, e uma grande dívida externa em mãos do setor privado. Além disso, as empresas privadas estavam mais que endividadas em moeda doméstica, muito devido ao rolamento das dívidas durante o período de altas taxas de juros, e muito em consequência de os grandes conglomerados terem financiados suas aquisições através de empréstimos domésticos e externos.

A crise, em grande medida, foi um resultado das políticas domésticas que levaram a um enorme aumento do déficit em conta corrente. Por volta de 1981, o déficit já chegava a 15% do PIB, comparado ao nível de 5,4% em 1979 (ver tabela 3), e a uma média de apenas 3,5% nas décadas de sessenta e setenta. Esse grande aumento não teve como contrapartida nem uma alta taxa de investimento, nem uma expansão nos gastos do governo, e sim uma redução no nível de poupança privada. Isso poderia ser explicado mediante três causas principais: o fato da taxa de câmbio estar sobre valorizada, o que aumentava salários reais e consumo; o grande aumento dos preços dos ativos e da riqueza percebida; e a deterioração da renda real (resultado da forte deterioração dos termos de troca e do aumento das taxas de juros mundiais) que foi entendida como sendo apenas transitória. A taxa de câmbio nominal foi atrelada ao dólar, induzindo a uma apreciação da taxa de câmbio real de quase 30% nesses dois anos. Por último, deve-se fazer menção ao fato de que os preços do mercado de ações subiram mais de

50%, em termos reais, durante esse mesmo período. O incremento nas expectativas refletiam os fundamentos que determinam os preços dos ativos, mas também era parte de uma bolha especulativa, que viria a estourar em 1982.

A estabilização temporária foi acompanhada por um “boom” de consumo (ver tabela 4). No período de 1978-81, o consumo real aumentou 26%. Uma taxa de câmbio sobrevalorizada combinada a consumo, investimentos, produto e emprego crescentes, deveria parecer um milagre econômico. Mas tal conclusão só seria possível se fosse ignorado o fato de que muitas variáveis não tinham recuperado seus níveis de inícios dos anos setenta, e que, por baixo desse aparente milagre, havia uma série de graves desequilíbrios. O enorme déficit em conta corrente obviamente era um deles, mas também havia uma alta taxa de desemprego (15% em 1981), uma expansão do produto que se concentrava quase exclusivamente em bens não comerciáveis e uma drástica queda dos investimentos (os quais durante mais de uma década ficaram abaixo da sua taxa histórica), talvez sejam menos conhecidos mas não menos sérios.

Não apenas nas variáveis de fluxo se acha os determinantes da crise chilena; as variáveis de estoque também estavam desalinhadas. Um dos motivos foi a ampla liberalização financeira, em que os bancos estavam livres para determinar taxas de juros e decidir acerca de seus portfólios logo após terem sido transferidos de volta para o setor privado. A maioria dos bancos foi adquirida por especuladores financeiros que os usavam para construir enormes conglomerados.

A demanda por crédito desses conglomerados conjugada à política monetária restritiva desses anos, ajudou a elevar as taxas de juros bancárias em mais de 35%, em termos reais. Essas taxas, que se pensava serem apenas temporárias, em certo grau, estimulou a

demanda por crédito para evitar a falência. Taxas de juros realmente caíram em 1979-80, mas apenas para algo em torno de 15% em termos reais, para logo em seguida ter uma abrupta elevação em 1981. O otimismo existente na comunidade financeira fez com que pegasse créditos não apenas para financiar pagamentos de juros mas também para financiar novos projetos. Grande parte dos bancos contribuíram para esse processo de aprofundamento da dívida por dois motivos: primeiro, devido à enorme competição por participação no mercado, uma típica situação dos períodos imediatamente antes da crise; segundo, devia-se ao fato de que uma importante parte dos empréstimos eram canalizados para companhias de dentro do conglomerado do qual o banco fazia parte.

Por último, o otimismo do governo em relação às propriedades auto-reguladoras de um mercado financeiro livre significavam que, antes de 1982, não havia nem uma regulação adequada muito menos uma supervisão efetiva dos bancos. Grande parte das dívidas de instituições financeiras pode ser explicada pela capitalização dos seus pagamentos de juros, os quais alcançaram níveis sem precedentes. Os preços dos ativos também subiram substancialmente. Os preços das ações, por exemplo, aumentaram dez vezes, em termos reais, entre os anos de 1975 e 1980.

Todo esse enorme aumento na atividade financeira, no entanto, não teve como contrapartida um aumento significativo no lado real da economia. Resumia-se principalmente a uma inflação dos preços dos ativos e títulos da dívida, os quais foram resultado da capitalização de altas taxas de juros. A especulação também levou a uma inflação dos valores de ativos não-financeiros. Mesmo assim, a taxa de investimento estava aproximadamente 25% abaixo da média observada nos anos sessenta.



A magnitude real do desequilíbrio no mercado de ações e a verdadeira desordem financeira não foram percebidas até o momento em que o governo interveio no setor bancário em 1983. Os dois grandes bancos privados socorridos pelo governo em 1983, Banco de Chile e Banco de Santiago, haviam perdido 6,3 vezes e 5,1 vezes, respectivamente, o seu capital. Eles tinham sido responsáveis por um terço de todos os empréstimos bancários. Sendo que 18% dos empréstimos realizados pelo Banco de Chile foram destinados para companhias controladas pelo seu grupo econômico, e 49% dos ativos do Banco de Santiago seguiram pelo mesmo caminho. Vinte outros bancos que não sofreram a intervenção estatal, mas que receberam ajuda do Banco Central, perderam, em média, 1,6 vezes o seu capital.

Não apenas estavam a maioria dos bancos tecnicamente falidos, mas também grande parte das companhias não financeiras altamente endividadas. As falências alcançaram um nível recorde em 1982. Gerava-se uma crise de direitos de propriedade: o profundo grau de endividamento não deixava claro quem era dono do quê.

### **As Políticas Erráticas de 1982**

No segundo semestre de 1981 e primeiro semestre de 1982 foi dada ênfase na redução da absorção baseada no conhecido mecanismo de “ajuste-automático” (padrão ouro). O déficit do balanço de pagamentos foi usado, na ocasião, para reduzir a taxa de crescimento da oferta monetária assim como para aumentar taxas de juros. Os preços dos bens nontradables caíam produzindo uma melhora de competitividade. A redução automática da absorção devido à situação do balanço de pagamentos foi reforçada por medidas fiscais contracionistas impostas no início de 1982.

Se os preços e salários domésticos tivessem se demonstrado suficientemente flexíveis, os preços relativo dos bens comerciáveis teriam se elevado e a recuperação da competitividade teria eliminado o déficit em conta corrente. Na verdade, a inflação desacelerou muito lentamente e, mesmo assim, desenvolveu-se uma recessão a partir do segundo semestre de 1981. A inflação doméstica permaneceu acima da inflação mundial, levando a taxa de câmbio real a se valorizar (ver tabela 4), processo que ocorreu até meados de 1982. Essa tendência foi reforçada pela forte apreciação do dólar. Dessa forma, a melhora na conta corrente foi possível devido à redução no produto.

As taxas de juros reais subiram para mais de 40% ao ano em termos reais, piorando drasticamente a situação de endividamento das firmas domésticas. As taxas eram pressionadas para cima pela política financeira contracionista, entretanto, a maioria do aumento ocorrido em termos reais foi devido à, parcialmente inesperada, desaceleração da inflação em 1982. O sucesso em combater a inflação obtido com o atrelamento da taxa de câmbio nominal, todavia veio tarde demais, tendo como consequência tornar a crise financeira ainda pior.

**Tabela 4**

| <b>Anos</b> | <b>Taxa de crescimento do PIB</b> | <b>Taxa de inflação</b> | <b>Taxa de Câmbio Real</b> | <b>Dívida Externa (US\$ bi)</b> | <b>Crescimento dos Gastos Domésticos reais</b> |
|-------------|-----------------------------------|-------------------------|----------------------------|---------------------------------|--|
| 1976        | 3,5                               | 198,3                   | 124,1                      | 4,5                             | 0,2  |
| 1977        | 9,9                               | 84,2                    | 100,0                      | 5,9                             | 14,2   |
| 1978        | 8,2                               | 37,2                    | 111,4                      | 7,5                             | 9,7  |
| 1979        | 8,3                               | 38,9                    | 112,2                      | 9,4                             | 10,5   |
| 1980        | 7,8                               | 31,2                    | 97,2                       | 13,8                            | 9,3  |
| 1981        | 5,5                               | 9,5                     | 84,5                       | 14,8                            | 11,6   |
| 1982        | -14,1                             | 20,7                    | 94,2                       | 17,0                            | -24,1  |

Fonte: Banco Central do Chile

A ausência de flexibilidade nos preços domésticos em resposta a um nível de produto menor não representa surpresa se considerarmos o padrão ouro dos anos trinta. Na presente ocasião a rigidez foi reforçada pela larga indexação salarial que prevaleceu no mercado de trabalho até meados de 1982. Uma flexibilidade no sentido de redução deveria ser conseguida mediante à queda de todos os custos de produção que não o salário bem como uma redução dos lucros.

A partir de junho de 1982, o governo realizou uma série de desvalorizações, ao todo em torno de 50% em termos reais durante o segundo semestre desse mesmo ano. Essa política foi proveniente de um processo muito errático que aumentou dramaticamente a incerteza em relação ao futuro dos preços relativos. Em menos de dois anos a economia experimentou um regime de taxa de câmbio fixa, uma livre flutuação, uma flutuação “suja” e finalmente um sistema de “crawling peg”. Ao mesmo tempo o governo removeu os controles das taxas de câmbio, induzindo a um livre fluxo de capitais. O aumento da taxa de câmbio real junto com as políticas monetária e fiscal restritivas dobraram a inflação enquanto induziram a uma forte recessão. O PIB, nesse ano, caiu mais de 14% (ver tabela 4).

Por volta de 1981, mais de 40% das dívidas contraídas pelo setor financeiro foram denominadas em dólares americanos. Dessa forma, isso se tornou um elemento importante da política cambial. Os bancos intermediaram praticamente metade da dívida externa chilena. Em contraste com outros casos, quase nenhum ativo foi denominado em moeda estrangeira.

Como mencionado anteriormente, os preços dos ativos subiram muito rápido, os quais, juntamente com as altas taxas de juros de anos anteriores, inflaram os depósitos e os

empréstimos. A despeito do grande aumento na atividade financeira, o sistema em si permaneceu muito simples, dados as suas fontes de crescimento, e sua extrema vulnerabilidade.

É interessante analisar a forma como se deram a crise financeira e o excessivo endividamento. Num primeiro momento (1981-82), o governo tentou aplicar uma “solução de mercado” que significava que os devedores teriam que vender os seus ativos e resolver seus problemas dessa forma. Mas desde o início, os custos para os bancos, em termos de perda de confiança do público, impostos por essa solução, resultaram em muitos casos de suporte financeiro por parte do Banco Central bem como em intervenções diretas do governo. A solução de mercado não se saiu como era esperado com os devedores também. Devido à natureza macroeconômica do problema da dívida, devedores acreditavam que uma solução geral era necessária e eles se recusavam a liquidar os seus ativos. Na medida em que as dificuldades de pagamento foram se tornando mais amplas, uma atmosfera favorável a uma “solução política” foi criada por pressões vindas dos devedores.

A apreciação real tem duas explicações. Uma está focada na indexação e na inércia, a outra é uma teoria de equilíbrio da taxa de câmbio real exposta à pressão de influxos de capital.

### **Explicando a Sobrevalorização**

A teoria do equilíbrio é decididamente clássica. Essa interpretação é apropriada, possivelmente, porque no final dos anos setenta o Chile retornou ao mercado mundial de capitais ou, melhor, o mercado mundial de capitais se voltou para o Chile.

Nesse cenário, um influxo de capitais autônomos se transformou num aumento da absorção. Com um aumento na demanda relativa por produto disponível, os preços dos nontradables aumentaram relativamente aos dos tradables, assim como o salário de pleno emprego. O influxo de capital por si só poderia ser explicado pelo acesso renovado ao mercado de capitais mundial e o relaxamento resultante das restrições ao crédito na economia doméstica. A transformação dos influxos em gastos pode ser baseado em argumentos de custos de capital ou numa expansão de crédito e racionamento creditício reduzido.

O cenário termina com uma repentina fuga de capitais. O resultante corte nos gastos e nos financiamentos força a uma forte depreciação real.

A hipótese alternativa é centrada numa formação de preços baseada em custos, taxa de câmbio fixa e salários. O modelo mais simples é uma curva de Phillips, em que a inflação aumenta quando salário aumentam e a depreciação não está alinhada à taxa de inflação prevalecente. Um modelo simples ajuda a formular o problema da apreciação real da moeda. Chamaremos os logaritmos do nível de preços, salários e taxa de câmbio de  $P$ ,  $W$  e  $E$ , respectivamente, e as letras minúsculas representam suas taxas de crescimento, com  $\pi$  sendo a taxa de inflação. A taxa de desemprego é representada por  $y$ .

$$(2.1) \pi = (1 - \alpha)(w - \pi) + \alpha(e - \pi)$$

$$(2.2) w = \pi - \sigma y$$

$$(2.3) y = \Theta(i^* + e + \Delta - \pi) - \lambda(E - P) + f$$

$$(2.4) CA = \mu(E - P) + \beta(i^* + \Delta + e - \pi) + \delta f$$

Onde  $i^*$  e  $i$  são as taxas de juros externa e doméstica e  $\Delta$  denota o prêmio de risco político. A restrição fiscal é representada por  $f$ , e  $CA$  representa o superávit de conta corrente.

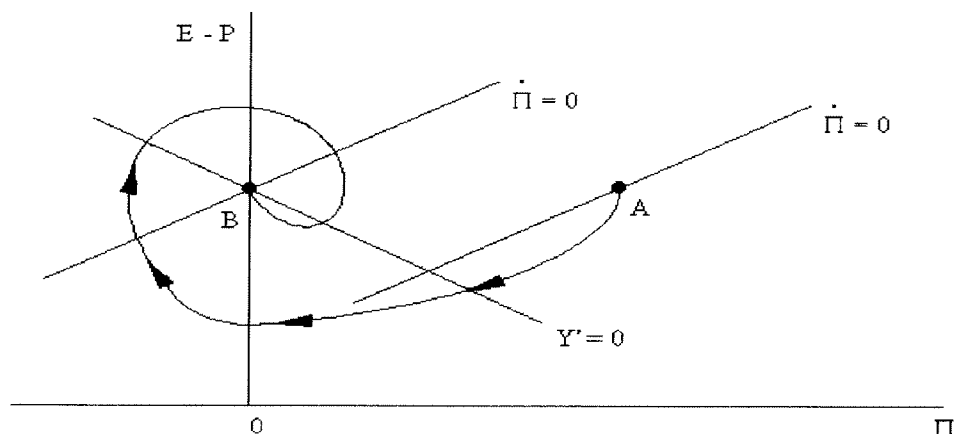
A equação (2.1) representa uma equação padrão de aceleração de preços: inflação tem inércia. Uma desaceleração só é possível se a inflação dos salários ou a taxa de depreciação da moeda puderem ser trazidas para um nível abaixo da taxa de inflação prevalecente. A equação (2.2) descreve a inflação dos salários. A taxa de crescimento dos salários, devido à indexação, explícita ou implícita, é igual à taxa de inflação, mas com um ajuste para condições cíclicas. Na terceira equação, a taxa de desemprego é determinada pela taxa de juros real e pelo nível de competitividade.

A figura mostra o diagrama de fase desse modelo, usando a equação (2.3) e uma combinação das equações (2.1) e (2.2):

$$(2.5) \dot{\pi} = \tau(e - \pi) + (1 - \alpha)\lambda(E - P) - (1 - \alpha)\Theta(i^* + \Delta)$$

$$\tau = [\alpha - (1 - \alpha)\Theta] > 0$$

O diagrama é desenhado para uma dada taxa de depreciação,  $e_0$ , e assume-se que o termo  $\tau$  é positivo.



Considere um programa de desinflação. Começando num ponto estacionário, A, o governo reduz a taxa de depreciação a zero e sustenta a taxa de câmbio agora fixada. O novo equilíbrio de longo-prazo é no ponto B, onde a inflação é zero.

O efeito imediato de se fixar a taxa de câmbio é reduzir a taxa de juros nominal e, assim, a taxa de juros real, fazendo com que a demanda aumente. Essa demanda maior leva a uma apreciação real. Ocorre um “boom”. O aumento instantâneo da demanda, do produto e do emprego gradualmente vai desaparecendo. Por último, a perda de competitividade faz com que a economia retorne ao seu nível normal de produtos criando, dessa forma, uma recessão. A economia voltará ao equilíbrio, com uma taxa de inflação menor, somente após a deflação ter restaurado o nível de competitividade inicial. Um profundo desemprego será a regra. Além disso, nas primeiras fases do programa de ajustamento, a conta corrente se torna deficitária.

Esse modelo, altamente estilizado, captura os padrões do processo de ajustamento. Ele mostra, em particular, que em direção à desinflação plena, alto desemprego e grandes déficits constituem os maiores obstáculos à continuação do programa. Se a confiança no programa acabar, o mesmo ocorrerá com o financiamento dos déficits externos. Taxas de juros darão um tremendo salto, o produto cairá de forma rápida, tornando-se obrigatório o abandono do programa.\*

---

\* Mais detalhes sobre o modelo apresentado acima, ver Bosworth, Dornbusch e Labán (1994)

## Quadros:

## Quadro III

## Indicadores dos Setores Interno e Externo

| Anos | Taxa de crescimento do PIB | Déficit da Balança Comercial | Déficit em Conta Corrente | Déficit do Setor Público | Taxa de Inflação | Taxa de Desemprego | Taxa de Câmbio Real | Dívida Externa | Termos de Troca |
|------|----------------------------|------------------------------|---------------------------|--------------------------|------------------|--------------------|---------------------|----------------|-----------------|
| 1971 | 9.0                        | 1.0                          | 2.1                       | 10.7                     | 28.2             | 3.9                | 85.6                | 3.0            | 158.0           |
| 1972 | -1.2                       | 3.5                          | 3.9                       | 13.0                     | 255.4            | 3.3                | 64.7                | 3.3            | 150.0           |
| 1973 | -5.6                       | 1.9                          | 2.7                       | 24.7                     | 608.7            | 5.0                | 74.4                | 4.0            | 191.0           |
| 1974 | 1.0                        | -0.7                         | 0.4                       | 3.5                      | 369.2            | 9.5                | 122.7               | 4.3            | 187.0           |
| 1975 | -12.9                      | 2.0                          | 5.2                       | 0.9                      | 343.3            | 14.8               | 147.1               | 4.3            | 103.0           |
| 1976 | 3.5                        | -4.3                         | -1.7                      | -0.6                     | 198.0            | 12.7               | 124.1               | 4.5            | 114.0           |
| 1977 | 9.9                        | 1.8                          | 3.7                       | -0.1                     | 84.2             | 11.8               | 100.0               | 5.9            | 100.0           |
| 1978 | 8.2                        | 3.3                          | 5.2                       | -1.5                     | 37.2             | 14.2               | 111.4               | 7.5            | 115.0           |
| 1979 | 8.3                        | 2.8                          | 5.4                       | -3.3                     | 38.9             | 13.6               | 112.2               | 9.4            | 115.0           |
| 1980 | 7.8                        | 4.2                          | 7.1                       | -4.5                     | 31.2             | 10.4               | 97.2                | 13.8           | 118.0           |
| 1981 | 5.5                        | 10.3                         | 14.5                      | -0.8                     | 9.5              | 11.3               | 84.5                | 14.8           | 104.0           |
| 1982 | -14.1                      | 1.9                          | 9.2                       | 8.8                      | 20.7             | 19.6               | 94.2                | 17.0           | 90.0            |
| 1983 | -0.7                       | -2.7                         | 5.4                       | 7.5                      | 23.1             | 14.6               | 113.1               | 17.4           | 99.0            |

Fonte: Banco Central do Chile

Através da tabela é possível perceber quais foram as variáveis mais afetadas, tanto em face ao programa de estabilização como devido à crise de 1981. Durante o governo Pinochet, as contas do setor público foram superavitárias, exceto no período da crise da dívida, e o desemprego manteve-se na casa dos 14%, efeitos das medidas recessivas implementadas pelo governo.

Outro ponto refere-se ao problema das contas externas. No ano em que a crise estourou, o déficit da balança comercial havia dobrado, assim como o déficit em conta corrente. Já a dívida externa tinha mais que triplicado desde o início do governo, além do peso se encontrar sobrevalorizado. Essa era uma situação insustentável.



### **CAPÍTULO III: A MUDANÇA DE ESTRATÉGIA DE POLÍTICA ECONÔMICA NO PÓS-CRISE**

O objetivo desse capítulo consiste em analisar como o Chile conseguiu reverter o quadro de crise do período de 1982-83 e iniciar uma fase de crescimento liderado pela exportações. Um fator central nessa reviravolta foi a grande desvalorização, a qual significou uma mudança radical nos incentivos de preços em favor das atividades do setor de tradables. O ponto principal é perceber como o Chile realizou uma desvalorização real de 113,1% entre 1981 e 1990, mantendo, ainda assim, uma taxa de inflação moderada.

Nesse novo cenário, a questão era como lidar com um colapso do setor financeiro doméstico e o elevado nível de endividamento externo resultante da absorção das dívidas do setor privado por parte do governo. A dívida externa do Chile representava 120% do PIB em 1985, e o serviço da dívida consumia 46% dos ganhos de exportação.

O programa de estabilização colocado em prática em 1985 fazia parte de um programa de ajuste estrutural mais amplo, o qual visava restaurar a balança comercial a um nível sustentável e manter as reformas microeconômicas e institucionais implementadas no dez anos anteriores. O programa incluiu um profundo ajuste fiscal associado a uma

política cambial que permitiu o aumento da taxa de câmbio real em direção ao seu nível mais elevado de equilíbrio.

### **O Contexto**

Com o surgimento de um enorme déficit em sua balança comercial, e dos choques externos desfavoráveis de 1981 (piora dos termos de troca e um salto das taxas de juros internacionais), começaram a surgir dúvidas acerca da sustentabilidade das políticas correntes e, em particular, acerca da continuidade da política de taxa de câmbio fixa. Os influxos de capital privados cessaram em face dos choques, e o período de fuga de capitais iniciou-se no final de 1981. Em junho de 1982, em meio à severa recessão - o PIB caiu 14,1% em 1982 e a taxa de desemprego aumentou quase que 100% - a política de taxa câmbio fixa teve que ser abandonada, assim como a indexação salarial eliminada.

O abrupto corte dos empréstimos externos forçou a uma grande desvalorização como forma de reduzir o déficit em conta corrente. A desvalorização e as crescentes taxas de juros internacionais fizeram com que a renda líquida enviada ao exterior se elevasse de um nível de 4,2% do PIB em 1981, para 11,1% em 1985.

A taxa de câmbio real mais que dobrou entre os anos de 1981 e 1990 como resultado das grandes desvalorizações nominais, da redução da tarifa média (para 30% em março de 1985, para 20% em junho de 1985, e para 15% em janeiro de 1988), e das políticas macroeconômicas de suporte da época. Essa nova política mudou drasticamente os incentivos a favor das atividades orientadas para a exportação, iniciando um período de crescimento alavancado pelas exportações. À medida que essa nova estrutura foi se

enraizando, os setores exportadores começaram a acumular grandes ganhos de eficiência através do aperfeiçoamento de seus controles de qualidade, de um melhor marketing, e de novas tecnologias.

As grandes desvalorizações conjugadas aos altos níveis das taxas de juros tiveram um dramático efeito sobre as decisões de poupança e de investimento. A poupança nacional caiu de 11,5% do PIB nominal em 1979-81 para 3,6% em 1982-85, recuperando-se em 1986-89 ao atingir um nível de 13,6%. Tal queda foi devida, exclusivamente, à redução da poupança do setor público, a qual se deparou com os custos de socorrer o sistema financeiro, os efeitos da recessão sobre a arrecadação de impostos, e os custos de uma reforma do sistema de pensões. Ao mesmo tempo, a conjuntura desfavorável obrigava que o governo chileno ajustasse o déficit em conta corrente, mesmo antes de estourar a crise internacional da dívida, em agosto de 1982. Para tanto foi feito um profundo corte nos gastos domésticos totais, gerado pela grande elevação das taxas de juros e pelo arrocho do crédito. Outras atitudes severas foram tomadas para reduzir os gastos correntes e aumentar a receita, agravando ainda mais os custos sociais e desencadeando inúmeros protestos até 1986. Como a taxa de câmbio nominal estava fixa e os salários eram indexados plenamente, por lei, à inflação passada, os preços relativos dos nontradables eram muito inflexíveis. Dessa forma, o corte nos gastos domésticos reduziu o produto mas não os preços dos nontradables.

### **Poupança e Investimento**

As autoridades deram início a um conjunto de políticas que objetivavam aumentar a poupança privada. Entre elas, a mais importante foi o esforço de amenizar o peso da dívida doméstica e uma reforma fiscal passada em 1984. O setor privado, altamente

endividado, foi auxiliado pela introdução de uma série de novos programas. Eles incluíam cancelamentos parciais de dívidas em casos de insolvência e renegociação de prazos de dívidas com taxas de juros favoráveis em caso de falta de liquidez. Eles impuseram um pesado custo ao setor público, mas foram bem sucedidos em induzir as firmas a contribuírem com recursos adicionais de forma a reduzir a dívida. Os esforços feitos por empresas produtivas para reduzir suas dívidas, provavelmente, foi um fator importante para o aumento da poupança privada durante esse período. Essa passou de 1,9% do PIB nominal em 1979-81, para 4,2% em 1982-85 e 6,3% em 1986-89.

A reforma referente aos impostos diminuiu a renda pessoal e impostos corporativos, além de terem sido adotados mecanismos para reduzir a progressividade, e foram criados incentivos para a retenção de lucros ao nível da firma. A ação posterior representou uma reversão dos incentivos à distribuição de dividendos decretados durante os anos setenta.

A poupança nacional ainda foi fortemente influenciada por dois importantes elementos de poupança forçada introduzidos no início da década. O primeiro desses, o novo sistema de pensão, contribuiu com 1,9% do PIB para poupança nacional em 1982-85 e 2,6% em 1986-89. A extensão na qual essa poupança pode ter sido compensada pelo reduzido nível de poupança do setor privado ou público torna incerto o seu efeito líquido sobre a poupança. O outro elemento foi o Fundo de Estabilização do Cobre (FEC), introduzido em 1981, o qual tornou-se importante com o aumento dos preços do cobre em 1988. O FEC foi projetado para reduzir os efeitos da volatilidade dos preços internacionais do cobre. Essa volatilidade tem sido uma grande fonte histórica da instabilidade no Chile. Desde que o estado é o principal exportador de cobre, preços altos de cobre relaxam as restrições, tanto externa como a fiscal, e no passado permitiu

políticas excessivamente expansionistas. Mas os preços declinantes do cobre forçavam um drástico ajuste.

| <b>Componentes de Poupança e Investimento</b> |                |                |                |                |                |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Ítem</b>                                   | <b>1974-78</b> | <b>1979-81</b> | <b>1982-85</b> | <b>1986-89</b> | <b>1990-92</b> |
| <b>Investimento*</b>                          |                |                |                |                |                |
| Variações de Estoque                          | 2.2            | 6.1            | -1.6           | 1.4            | 2.1            |
| Formação de Capital fixo                      | 14.6           | 17.6           | 14             | 16.8           | 19.2           |
| não residencial                               | 10.8           | 13.3           | 10.6           | 13.0           | 15.0           |
| residencial                                   | 3.9            | 4.3            | 3.4            | 3.7            | 4.2            |
| Investimento Total                            | 16.8           | 23.7           | 12.4           | 18.2           | 21.3           |
| <b>Poupança**</b>                             |                |                |                |                |                |
| Externo***                                    | 2.6            | 9.0            | 8.6            | 3.7            | 1.3            |
| Interno                                       | 13.3           | 11.5           | 3.6            | 13.6           | 18.3           |
| Setor Público                                 | 11.5           | 9.3            | -2.4           | 2.8            | 3.6            |
| Fundos de cobre e petróleo                    | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 1.9            | 1.9            |
| Fundos de pensão privada                      | 0.0            | 0.3            | 1.9            | 2.6            | 3.3            |
| Privada                                       | 1.8            | 1.9            | 4.2            | 6.3            | 9.6            |
| Poupança Total                                | 15.9           | 20.5           | 12.2           | 17.2           | 19.6           |

Fonte: Contas Nacionais do Chile

(\*) % do PIB a preços de 1977

(\*\*) % do PIB a preços correntes

(\*\*\*) Igual ao déficit em conta corrente

O investimento seguiu um caminho um pouco diferente. Com a perda da poupança externa como fonte de financiamento, o investimento doméstico foi forçado a se equilibrar com a poupança doméstica. O investimento privado de não residentes foi fortemente atingido pela contração cíclica, caindo de um nível de 9,2% do PIB em 1981 para 4,2% em 1984-85, e recuperando um nível de 7,8% em 1988-89.

Uma explicação adicional para a continuidade da baixa taxa de investimento é que as turbulências políticas e econômicas do período introduziram um grande risco político para as decisões de investimento de longo-prazo. Com exceção das atividades exportadoras, os investidores dos anos sessenta até inícios dos oitenta haviam perdido seus ativos produtivos através de expropriações, aquisições a preços baixos, ou falência.

Os riscos políticos não diminuíram de acordo com a recuperação ocorrida ao longo da segunda metade dos anos oitenta. Uma grande proporção da população reclamava a existência de uma profunda injustiça social. Os benefícios gerados pelo “boom” do final dos anos setenta sobre o bem-estar tinham beneficiado, principalmente, os conglomerados financeiros, mas os custos das resultantes recessão e crise financeira, embora inevitáveis, foram sentidos pela população em geral, especialmente o ajuste fiscal. Esse mal estar social continuou durante a recuperação, quando as contas fiscais começaram a melhorar. Ao invés de compensar os prejudicados, o governo usou sua situação fiscal mais cômoda para reduzir impostos. Entre 1985 e 1989, quase todos os impostos foram reduzidos, especialmente os diretos.

### **Renegociando Dívida**

Desde o início da crise, o governo desenvolveu uma estratégia de renegociação da dívida externa, mas com o objetivo declarado de pagar os seus serviços por completo e, eventualmente, restabelecendo completo acesso ao mercado internacional de capitais. Nesse ponto, o Chile seguiu por um caminho bem distinto daquele seguido por outros países altamente endividados.

Mesmo assim, muito teria que ser feito para se renegociar a dívida e resgatar o sistema bancário. Durante o período da grande recessão, de forma a prevenir um número muito elevado de falências, o governo introduziu um programa para salvar instituições com problemas financeiros. O governo comprou seus empréstimos “ruins”, pagando com títulos do Banco Central. Bancos comerciais deveriam comprar de volta seus empréstimos com os seus lucros; eles não tinham a permissão de distribuir dividendos aos seus acionistas anteriores até que seus empréstimos tivessem sido resgatados.

Similarmente, o Banco Central durante esse período adquiriu as dívidas externas dos bancos comerciais assistidos. Esses programas de resgate foram financiados através de um grande aumento da dívida doméstica assim como, em anos posteriores, através de empréstimos externos à medida que as instituições financeiras internacionais voltavam a emprestar para o Chile.

### **O Ajuste Fiscal**

Seguindo-se ao grande aumento dos gastos fiscal e quasi-fiscal durante a crise financeira de 1982, foi realizado um ajuste fiscal radical. O déficit do setor público, como porcentagem do PIB, aumentou durante esse período conforme programas sociais eram introduzidos para dar assistência aos desempregados, e devido ao fato de a arrecadação do imposto de renda ter sofrido com a recessão. O déficit do setor público alcançou 9,1% do PIB, em 1984, enquanto a taxa de desemprego saltou para 19,6% da força de trabalho, em 1982, permanecendo na casa dos dois dígitos até 1985 (ver tabela 1). O déficit do setor público, incluindo as perdas do Banco Central, atingiu o seu pico em 1985 para depois começar a cair intensamente. O aumento do déficit como um todo naquele momento era devido principalmente às perdas do Banco Central. Essas perdas, como resultado do papel desempenhado pelo Banco Central de dar suporte ao sistema financeiro e outros devedores, foram de algo em torno de 5,3% do PIB em 1982, 4,3% do PIB em 1983, 4,8% do PIB em 1984, 7,3% do PIB em 1985, 2,9% do PIB em 1986, e 1,3% do PIB em 1988.

O tamanho do déficit não-financeiro do setor público não evidencia plenamente a situação das finanças públicas, visto que o Banco Central também estava incorrendo em grandes perdas com o seu programa de assistência às instituições financeiras com

problemas e aos devedores do setor privado. Em 1985, apenas essas perdas do Banco Central eram estimadas no elevado nível de 7,8% do PIB.

O aumento do déficit em conta corrente em 1984, para 10,7% do PIB (ver tabela 1), forçou uma posterior contração da política fiscal em 1985 e um aperto de crédito. Essas mudanças políticas foram introduzidas logo no começo de 1985 pelo novo Ministro das Finanças. O programa de ajuste do governo buscava restaurar tanto o equilíbrio macroeconômico como o crescimento da economia em meio a uma situação de acesso restrito aos empréstimos externos. Esperava-se que o setor de tradables (bens de exportação e setores que competiam com os importados) fosse o motor do crescimento. Os incentivos deveriam vir de uma redução no nível das tarifas e de uma grande desvalorização. O governo poderia auxiliar desempenhando um papel de promotor das exportações chilenas nos mercados internacionais.

**Tabela 1**

| <b>Anos</b> | <b>Déficit em<br/>Conta<br/>Corrente*</b> | <b>Déficit do<br/>Setor<br/>Público*</b> | <b>Taxa de<br/>Desemprego**</b> |
|-------------|---|--|---------------------------------|
| 1980        | 7,1                                       | -4,5                                     | 10,4                            |
| 1981        | 14,5                                      | -0,8                                     | 11,3                            |
| 1982        | 9,2                                       | 8,8(3,5)                                 | 19,6                            |
| 1983        | 5,4                                       | 7,5(3,2)                                 | 14,6                            |
| 1984        | 10,7                                      | 9,1(4,3)                                 | 13,9                            |
| 1985        | 8,3                                       | 9,8(2,5)                                 | 12,0                            |
| 1986        | 6,9                                       | 5(2,1)                                   | 8,8                             |
| 1987        | 4,3                                       | 1,5(0,2)                                 | 7,9                             |
| 1988        | 0,7                                       | -0,1                                     | 6,3                             |
| 1989        | 3,1                                       | -1,2                                     | 5,3                             |

Fonte: Banco Central do Chile

(\*) % do PIB. Os números em parênteses incluem uma estimativa dos subsídios quasi-fiscais do Banco Central

(\*\*) % da força de trabalho

A redução nos gastos do governo e nos subsídios quasi-fiscais contribuíram para um drástico corte no déficit do setor público. Esse déficit declinou mais de um ponto percentual do PIB em 1988 (ver tabela 1). O grande ajuste fiscal resultou numa rápida reversão do déficit comercial, de 8 pontos percentuais do PIB entre 1983 e 1988. Essa



melhora na balança comercial permitiu uma desvalorização real de 17% no curto prazo, e de 42% no longo prazo.

Conforme se passava o tempo e os efeitos do programa de ajuste se tornavam mais reais, o Chile entrou em um período de crescimento liderado pelas exportações que durou até os anos noventa. O crescimento do PIB atingiu uma taxa de 6,4% em 1984, caiu para 2,4% em 1985, aumentando para 5,7% em 1986. Ao longo desses mesmos anos, a inflação alcançou um nível de 23% em 1984, 26,4% em 1985, e 17,4% em 1986. Enquanto que a taxa de desemprego, que chegou a 20% em 1982, foi reduzida para 8,8% por volta de 1986 (ver tabela 2).

### **Nova Política Cambial e Ganho de Competitividade**

Tendo início em 1985, o governo introduziu um novo sistema de câmbio nominal, caracterizado por uma “crawlig band”. A principal proposta dessa política era manter a competitividade internacional das exportações chilenas. Ao adotar esse sistema, as autoridades explicitamente relegaram a segundo plano a convergência da inflação doméstica aos níveis mundiais. A nova equipe econômica deu prioridade a crescimento. Inicialmente a banda da taxa de câmbio nominal tinha um intervalo de +/- 2% em relação a uma taxa referente móvel. Em janeiro de 1988, o intervalo de variação para a banda aumentou para +/- 3%, aumentando novamente para +/- 5% em junho de 1989.

O substancial ganho de competitividade das exportações chilena tem duas explicações. Primeiro, o alto nível de desemprego contribuiu na medida em que dificultava aumentos de salário (desemprego desempenha um efeito repressivo sobre salários). A duplicação da taxa de desemprego ajuda a explicar como a desvalorização real foi possível.

Após 1985, a grande queda do dólar nos mercados mundiais foi um aspecto que permitiu ganhos de competitividade. Nesse ano o Chile ainda desvalorizou em termos nominais em relação ao dólar, ganhando, assim, em termos de sua efetiva taxa de câmbio real. Embora a política de taxa de câmbio nominal ajude a explicar o ganho de competitividade, é essencial reconhecer o papel do desemprego em acomodar tão profundamente a grande depreciação real.

Internamente, a redução dos gastos do governo compensou a expansão das exportações. Enquanto as exportações, como parcela do PIB, aumentou de 22% para 33% no período de 1980-92, o consumo do governo caiu de 12% para 8,6%. Assim, a grande desvalorização facilitou os cortes necessários para a acomodação desse grande choque nos gastos.

### **O Novo Contexto**

O forte crescimento continuou após 1986 em parte porque, conforme a crise da dívida era progressivamente sendo deixada para trás, os resultados positivos das reformas realizadas ao longo dos doze anos anteriores começaram a aparecer. Com a economia crescendo a uma taxa de mais de 5% ao ano e com a taxa de desemprego caindo rapidamente. O apoio da população às políticas econômicas começava a crescer. Quando a nova coalizão chegou ao poder, em março de 1990, ela decidiu dar continuidade às políticas de mercado e economia aberta da administração passada. Sua principal mudança em relação ao governo anterior foi a sua preocupação com a melhoria do acesso à educação e à saúde dos grupos mais pobres da população. Para viabilizar esse objetivo, o governo negociou com a oposição uma reforma dos impostos

temporária, que aumentou a renda do setor público em torno de 2,8% do PIB para financiar um aumento equivalente nos gastos com o setor social.

À medida em que a economia mostrava sinais de recuperação, o comércio foi sendo liberalizado novamente. Imediatamente após a crise a proteção voltou, aumentando até 1985. Nesse ano a tarifa média era de 26%. Mas isso não durou muito tempo. Por volta de 1988 as tarifas já tinham sido baixadas para 15%.

O capital privado começou a retornar ao Chile no final dos anos oitenta. O influxo líquido total passou de \$1 bilhão em 1985-87 para \$3 bilhões em 1990. Isso aconteceu ao passo que a economia chilena se recuperava, dando início a um período de crescimento econômico como não se havia visto. As principais variáveis macroeconômicas tiveram uma melhora apreciável após 1985. A taxa de crescimento do PIB foi de 2,4% em 1985 para uma média de mais de 6% no período de 1986-92. Essa aceleração da taxa de crescimento coincidiu com uma grande queda do desemprego (de mais de 22%, em média, em 1980-85 para 4,4% ao final de 1992).

O crescimento dos influxos de capital foi resultado de uma combinação de fatores externos e internos. Entre os externos encontram-se o baixo nível das taxas de juros mundiais, a tímida performance econômica dos países industriais, e uma maior disponibilidade de capitais internacionais. Os acontecimentos políticos e econômicos internos levaram a uma redução do prêmio de risco que os investidores requeriam para deter ativos chilenos.

A modesta performance de muitos países industrializados desde finais dos anos oitenta coincidiu com a queda das taxas de juros mundiais, principalmente nos EUA, onde os

ciclos políticos foram outra razão para o nível mais baixo das taxas de curto-prazo. Com isso, os instrumentos financeiros da América Latina tornaram-se uma oportunidade de investimento mais atrativa, com as suas rentabilidades maiores.

O retorno ao mercado mundial de capitais teve efeitos claros, tanto no salário real como na taxa de câmbio real, tornando ambos menos vulneráveis e eliminando a necessidade de se viver próximo a uma restrição externa.

Um modelo de economia efetivamente aberta foi um dos compromissos que perduraram por essas duas últimas décadas. Combinada a um forte crescimento da economia mundial, foi um dos elementos importantes para a significativa expansão da economia chilena na Segunda metade dos anos oitenta.

Após 1984, a reforma comercial foi sustentada pela grande desvalorização da taxa de câmbio real, a qual permitiu um grande ganho de competitividade para as exportações. Entre 1982 e 1988, a taxa de câmbio real foi desvalorizada em, aproximadamente, 80%.

**Tabela 2**

| <b>Anos</b> | <b>Taxa de<br/>crescimento<br/>do PIB</b> | <b>Taxa de<br/>Inflação</b> | <b>Taxa de<br/>Desemprego</b> |
|-------------|---|-----------------------------|-------------------------------|
| 1983        | -0,7                                      | 23,1                        | 14,6                          |
| 1984        | 6,3                                       | 23,0                        | 13,9                          |
| 1985        | 2,4                                       | 26,4                        | 12,0                          |
| 1986        | 5,7                                       | 17,4                        | 8,8                           |
| 1987        | 5,7                                       | 21,5                        | 7,9                           |
| 1988        | 7,4                                       | 12,7                        | 6,3                           |
| 1989        | 10,0                                      | 21,4                        | 5,3                           |

Fonte: Banco Central do Chile

### **Desvalorização e Recuperação**

Em uma economia aberta, a definição de taxa de câmbio real relevante para a alocação de recursos é o preço relativo entre tradables e nontradables. Esse preço relativo é obtido através da condição de equilíbrio do mercado de nontradables.

Entre 1984 e 1988, a depreciação real observada foi de 50,3%. Em anos recentes, a manutenção de um superávit tem sido facilitada pela criação de um fundo de estabilização do cobre. A principal proposta desse fundo é evitar aumentos temporários nos gastos nos termos de troca resultantes de um aumento temporário dos preços do cobre.

Tamanha depreciação permitiu uma melhora na situação das contas externas do Chile. Se compararmos a ano de 1981 com 1989, poderemos perceber que a reversão da balança comercial foi de 13,3 pontos percentuais do PIB (ver tabela 3), enquanto que a desvalorização real foi de 58,5%. Para esse período, os progressos realizados em termos de gastos e de PIB que contribuíram para a melhora observada no superávit comercial foram responsáveis por uma desvalorização real de 28,4% no curto prazo e de 69,5% no longo prazo.

Busca-se compreender como o Chile conseguiu realizar uma larga desvalorização sem acelerar a inflação. Os principais fatores foram a combinação de um grande ajuste fiscal, a eliminação da indexação salarial em 1982, e a persistência de um nível de desemprego considerável, que durou até 1987. O fato é que as autoridades chilenas, ao contrário dos governos de outros países da América Latina, não precisou usar a aceleração inflacionária para reduzir os salários de forma a torná-los consistentes com

uma taxa de câmbio real mais elevada. Isso deve-se à situação de indexação salarial suspensa e alta taxa de desemprego, possibilitando que os salários nominais não fossem completamente ajustados à grande desvalorização nominal inicial de 1982.

**Tabela 3**

| Anos | Déficit da<br>Balança<br>Comercial* | Taxa<br>de<br>Inflação | Taxa<br>de<br>Desemprego** | Taxa de<br>Câmbio<br>Real |
|------|-------------------------------------|------------------------|----------------------------|---------------------------|
| 1981 | 10,3                                | 9,5                    | 11,3                       | 84,5                      |
| 1982 | 1,9                                 | 20,7                   | 19,6                       | 94,2                      |
| 1983 | -2,7                                | 23,1                   | 14,6                       | 113,1                     |
| 1984 | 1,1                                 | 23,0                   | 13,9                       | 118,2                     |
| 1985 | -2,8                                | 26,4                   | 12,0                       | 145,2                     |
| 1986 | -3,8                                | 17,4                   | 8,8                        | 159,7                     |
| 1987 | -4,1                                | 21,5                   | 7,9                        | 166,6                     |
| 1988 | -7,2                                | 12,7                   | 6,3                        | 177,6                     |
| 1989 | -3,6                                | 21,4                   | 5,3                        | 173,5                     |

Fonte: Banco Central

(\*) % do PIB

(\*\*) % da força de trabalho

A credibilidade das medidas anti-inflacionárias do governo é um outro fator que, certamente, contribuiu para a inflação mais baixa que acompanhou a desvalorização real. Essa credibilidade teria sido derivada da consistência, como um todo, das políticas macroeconômicas e da persistência do governo em manter suas políticas orientadas para o mercado. Como resultado, as expectativas inflacionárias foram mais baixas. Em outras palavras, a população acreditava na relutância do governo em fazer uso do imposto inflacionário, além de ter provado a sua capacidade e habilidade política para cortar gastos públicos. Foi essa percepção que iniciou uma tendência anti-inflacionário na economia.

Sustentar a depreciação real foi um dos fatores chave por trás da recuperação e do crescimento recorde após o período de 1984. As exportações de outros produtos que não o cobre e a eficiência das atividades que competiam com as importações responderam rapidamente à taxa de câmbio real mais elevada e ao modesto aumento das tarifas

realizado em 1983. É válido ainda perceber que a política de prevenção das altas taxas de juros reais, que tem sido vista em outros programas de estabilização, foi outro elemento importante para a recuperação do investimento privado e para a retomada do crescimento após 1984.

Pode-se ainda citar outros fatores importantes para a recuperação e crescimento da economia chilena: o aumento da eficiência microeconômica como resultado das reformas institucionais da década anterior; a existência de um grupo de empresários inovadores e de uma força de trabalho não distorcida, com uma grande massa de desempregados e alguma capacidade sub-utilizada até 1987; a relativa ausência de distorções no mercado de commodities; o acesso a financiamentos externos de instituições financeiras internacionais durante os estágios iniciais do processo de ajuste; os preços favoráveis do cobre no período de 1988-89, o que permitiu uma folga para o setor externo e melhorou as finanças públicas; o suporte advindo do aumento da participação dos investimentos públicos no PIB e a recuperação dos investimentos privados que começou intensamente a partir de 1987; e a existência de uma eficiente rede de trabalho para amenizar o impacto do ajustamento sobre as camadas mais pobres da população, o que ajudou a tornar as medidas necessárias mais aceitáveis.

Deve ser feita ainda uma observação final a respeito da performance da economia chilena após a crise de 1982-83. O Chile, por volta de 1983, havia eliminado as principais distorções, tanto relacionadas ao comércio como as existentes no mercado de fatores: a correção dos principais preços relativos, a taxa de câmbio real, e a taxa de juros real resultariam em uma resposta sob a forma de um grande volume de exportações e de um grande produto. A experiência chilena vem confirmar a idéia de que restaurar o equilíbrio macroeconômico, reduzindo as distorções mais sérias, e

obtendo acesso ao apropriado financiamento externo, são os ingredientes principais para o restabelecimento de um crescimento sustentado.

### **A Questão da Distribuição de Renda**

No entanto, tal performance pouco diz a respeito da qualidade de vida. A distribuição de renda no Chile é muito desigual. Enquanto os 40% mais pobres da população recebe cerca de 10% da renda nacional, os 20% mais ricos recebem 60%. A situação se torna ainda mais dramática se for levado em consideração que a participação na renda dos 20% mais pobres é em torno de 4%.

O período do governo de Pinochet levou a uma orientação política e econômica voltada para o crescimento do produto, lenta queda da inflação e rápida eliminação dos déficits fiscais. Entretanto, em média, a performance de crescimento de todo o período não foi tão expressiva. Ela foi muito forte nos períodos de 1976-81 e 1985-89, mesmo com a ocorrência de duas recessões, em 1975 e em 1982-83. Inflação saltou para uma taxa anual média de 248,7% entre 1974 e 1978, caindo lentamente para uma média anual de 23,6% entre 1986 e 1989.

**Tabela 5**

|                            | 1972  | 1973 | 1974 | 1975 | 1976 | 1977 | 1978 | 1979 | 1980 | 1981  | 1982 |
|----------------------------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|------|
| Salário real<br>(1970=100) | 100,6 | 81,3 | 68,1 | 65,9 | 67,8 | 74,8 | 79,6 | 86,1 | 93,5 | 101,9 | 102  |
| Taxa de<br>desemprego      | 3,3   | 5    | 9,5  | 14,8 | 12,7 | 11,8 | 14,2 | 13,6 | 10,4 | 11,3  | 19,6 |

Fonte: Banco Central do Chile



A performance do mercado de trabalho foi muito fraca durante grande parte do período (ver tabela 5), representando um importante fator para a deterioração da distribuição de renda para os grupos de baixa renda durante o regime de Pinochet. Em média, a taxa de desemprego ficou na casa dos 17% durante 1974-89, o triplo da taxa média do período de 1960-73. Além disso, os salários reais médios durante 1974-89 ficaram próximos do nível dos anos sessenta e, aproximadamente, 9% abaixo do nível durante o governo de Allende. O salário mínimo declinou 26% em termos reais em 1974-89, em relação ao seu nível em 1960-73, e quase 40% se comparado com o período de Allende. A queda da participação na renda da classe média pode ser associada à queda dos salários no setor público. De fato, o índice de salário real para o setor público caiu na faixa de 13% em 1974-89 se comparado ao governo imediatamente anterior. Outro fator agravante foi que os preços reais de bens e serviços que compunham a cesta de consumo da classe média aumentaram. A verdade é que, antes do governo militar, educação pública, saúde pública e outros eram providos ou altamente subsidiados para a classe média. Com a reforma fiscal de meados dos anos setenta, a maioria desses subsídios foram eliminados ou reduzidos. Uma grande parte desses recursos, retirados da classe média, no final, acabaram indo para os 20% mais ricos, indicando um deslocamento redistributivo regressivo.

Com a exceção do progresso ocorrido em algumas áreas, a tendência dos gastos sociais como um todo durante o período foi de restrições. Os gastos sociais caíram cerca de 16% em 1975-76 e 12,7% entre 1983-87, nunca recuperando seu nível de 1970, tanto como parcela do PIB como em termos per capita reais. A queda nos gastos sociais foi particularmente mais profundo nas áreas de saúde, habitação e transferências. Essas mudanças afetaram especialmente a classe média.

A situação nos setores sociais influenciou os ânimos da população de forma a trazer ao poder, em 1990, partidos de centro e de esquerda, os quais tinham plataformas que enfatizavam políticas sociais e redistributivas.

| <b>Indicadores Sociais</b> |                            |                             |                           |
|----------------------------|----------------------------|-----------------------------|---------------------------|
| <b>Indicador</b>           | <b>Allende<br/>1971-73</b> | <b>Pinochet<br/>1974-89</b> | <b>Aylwin<br/>1990-93</b> |
| Crescimento do PIB         | 0.7                        | 3.4                         | 5.9                       |
| Taxa de Inflação           | 285.7                      | 79.9                        | 19.6                      |
| Déficit do Setor Público*  | 16.1                       | 0.5                         | -0.3                      |
| Taxa de Desemprego         | 4.8                        | 17.1                        | 6.5                       |
| Salário real médio         | 90                         | 81.4                        | 94.7                      |
| Salário Mínimo real        | 134                        | 83                          | 83                        |
| Salário real Setor Público | 87.9                       | 75.3                        | 78.3                      |
| Gastos Sociais*            | ---                        | 4.5                         | 3.6                       |
| Preço do Cobre             | 59.6                       | 78.7                        | 110.2                     |

Fonte: Banco Central do Chile

\* % do PIB

O consenso geral que surgia no Chile durante a transição para a democracia acerca da necessidade de se aumentar os esforços na área social, facilitou os acordos nesse sentido. E uma reforma dos impostos foi implementada em tempo recorde em meados de 1990. Num primeiro estágio, as políticas de dívida social tiveram prioridade: pensões e subsídios sociais foram aumentados. Ao final desse período, entretanto, a política do governo começou a se direcionar aos investimentos sociais. No final de 1991, alguns programas em educação básica, infra-estrutura para a rede de saúde, treinamento de jovens já estavam em ação, dobrando suas participações nos gastos sociais nos próximos dois anos.

### Comentários Finais

A política econômica chilena durante os últimos vinte anos tem evidenciado o Chile como um exemplo de economia aberta. No início dos anos oitenta, a liberalização e as políticas de combate à inflação, sem se prestar a atenção necessária ao financiamento estável e à questão da competitividade, levaram ao colapso da moeda e da economia. Desde 1983 a política econômica tem se inspirado nessas lições e tem, dessa forma, demonstrado um bom desempenho.

Todavia, ao se julgar o sucesso chileno, deve se ter em mente que o país tinha um sistema de governo ditatorial e um elevado índice de desemprego (em meados dos anos oitenta, um terço da força de trabalho tinha sido afetada). Esses fatos não desmerecem as conquistas obtidas mas colocam em perspectiva a aplicabilidade da experiência chilena a outros países com uma menor tolerância à repressão.

Outros dois pontos mais merecem atenção: mesmo com o significativo progresso feito nos anos oitenta, o consumo per capita hoje não é muito maior do observado em 1970. Esse ponto é importante pois sugere que o tempo necessário para que uma reforma bem sucedida se traduza em melhora do padrão de vida é longo a não ser que não ocorra choques adversos. O outro ponto é que o Chile teve uma bem sucedida abertura da economia além de ter criado instituições estáveis para dar suporte à economia de mercado. Mesmo assim, enquanto que o investimento tem aumentado nos últimos anos, a razão de investimento permaneceu abaixo de 20% até 1991. Essa baixa razão de investimento faz surgir a questão de onde virão os aumentos da renda per capita. No passado, altas taxas de crescimento da produtividade viabilizaram esses aumentos. Mas

não se pode esperar que tal fenômeno dure indefinidamente a não ser que novas iniciativas de políticas abram novas fontes.

De uma forma geral pode-se dizer que a experiência da economia chilena deixa duas lições. Primeira, a continuidade das políticas é um fator fundamental. Segunda, os custos da transição devem ser severos. O Chile teve uma transformação radical em sua estrutura econômica, bem como na forma como o governo é visto na economia. Após duas décadas de tentativas, o que se pode ver é uma economia moderna e orientada para o mercado, em que o papel do governo é voltado para as falhas de mercado, e não uma intervenção excessiva.

Fortemente relacionado a esse primeiro ponto está o enorme custo de se modernizar a economia. Entretanto, ao se avaliar esse custo, deve se ter em mente que a grande perda de produto não foi unicamente ocasionada pela modernização. Uma boa parcela foi devida à incompetente estratégia de sobrevalorização de finais dos anos setenta, outra parcela pode ser atribuída à crise da dívida e o consequente racionamento de crédito.

## CONCLUSÃO

Um bom número de países com histórico de altas taxas de inflação têm lidado com essa situação adotando um regime de taxa de câmbio ajustável, “crawling peg”, em que a taxa de câmbio é periodicamente ajustada de acordo com os diferenciais das taxas de inflação. A motivação por detrás de tal tipo de sistema é o reconhecimento de que, dado a situação fiscal do país, não é possível manter uma taxa de câmbio real competitiva com a taxa de câmbio nominal fixa. Dentro desse contexto, a economia acaba aprendendo a conviver com taxas de inflação relativamente altas, e a indexação generalizada acaba institucionalizada.

Nos anos sessenta e, no caso chileno, nos anos setenta, existia um considerável entusiasmo com respeito ao papel desempenhado pela indexação como forma de isolar o setor real da economia dos efeitos da inflação. Nos últimos anos, entretanto, tem se tornado claro que os benefícios da indexação tinham sido altamente super estimados. As experiências de um grande número de países – especialmente na América Latina – mostraram que um sistema de indexação generalizado introduz na economia um alto grau de rigidez, não permitindo os ajustes necessários nos preços relativos. Adicionalmente, percebeu-se que uma vez que a indexação é implementada, as forças inflacionárias passam a demonstrar um considerável grau de inércia, praticamente adquirindo vida própria.

No final do anos setenta e oitenta, alguns países tentaram quebrar essa inércia inflacionária implementando programas de estabilização baseados na substituição de seus regimes de “crawling peg” por uma taxa de câmbio fixa âncora nominal. Naturalmente, para que tal programa tenha êxito em conduzir a economia a um patamar mais baixo de inflação, a fixação da taxa de câmbio nominal deve ser complementada por políticas creditícia e fiscal restritivas.

Não satisfeito com o ritmo com que a inflação caía, as autoridades governamentais iniciaram, em fevereiro de 1978, um programa de estabilização baseado no uso da taxa de câmbio. Esse programa durou quatro anos, sendo que em 1979 o governo decidiu fixar o câmbio. Agora, a grande questão é se o programa estava fadado ao fracasso ou se ele sucumbiu às pequenas falhas exacerbadas pelos grandes choques externos.

O que a experiência chilena mostra é que a adoção de uma taxa de câmbio previamente determinada não foi associada a uma mudança na natureza do processo inflacionário, esperada de uma política de taxa de câmbio nominal fixa confiável. Em particular, expectativas e práticas contratuais, como o caso da indexação salarial, não sofreram modificação alguma com a reforma do sistema cambial. Como resultado, a inércia inflacionária não desapareceu após a adoção desse novo programa.

Uma importante consequência dessa inconsistência, entre o uso da taxa de câmbio como instrumento de combate à inflação e a indexação salarial, foi que a persistência da inflação ajudou a criar uma situação de sobrevalorização da taxa de câmbio real culminado na a crise.

Fica, dessa forma, evidenciado que a adoção de uma política cambial não é suficiente para alterar a natureza inercial do processo inflacionário. O caso chileno vem mostrar que é possível ter um programa de estabilização baseado no uso da taxa de câmbio por um longo período sem necessariamente impor uma significativa mudança na dinâmica inflacionária. Na medida em que a população não sente confiança na nova política, o comportamento dos preços e as cláusulas contratuais não sofrem qualquer alteração significativa, e os aspectos, já entranhados, da inércia inflacionária permanecem.

Ao mesmo tempo, a abertura da conta capital, sem apropriadas supervisão e regulação do sistema financeiro, exacerbaram problemas de “moral hazard” e levou os bancos a incorrer em grandes riscos financiados por um “boom” de empréstimos externos. Esses empréstimos, em muito, foram encorajados pela mudança na regra cambial, visto que ela fez com que houvesse um aumento do spread entre as taxas de juros doméstica e externa. O grande aumento dos empréstimos externos gerou um “boom” dos gastos privados e uma apreciação real.

Com o déficit da balança comercial atingindo 10,3% do PIB em 1981, tornou-se óbvio que o “boom” dos gastos era insustentável, dando início a uma grande queda na oferta de financiamentos externos. Em decorrência disso, houve um grande aumento das taxas de juros reais domésticas e uma queda das taxas de crescimento dos gastos e do PIB, e, por último, obrigou o abandono da política de taxa de câmbio em 14 de junho de 1982, quase dois meses antes da crise do México.

Poderia argumentar-se que a crise de 1982 foi decorrente dos choques externos. Eles até que foram importantes para o desenrolar da crise, todavia, estão longe de terem sido os determinantes dela.

Não há dúvida de que um ajustamento da taxa de câmbio a uma taxa decrescente poderia e, efetivamente reduziu a taxa de inflação. O cerne da questão se encontra nos papéis desempenhados pela indexação e pela fraca regulação do sistema financeiro.

Dessa forma, pode-se concluir que a inconsistência entre as regras da taxa de câmbio e dos salários, combinada à fraca regulação e supervisão do sistema financeiro carregam grande parte da culpa pela dificuldades macroeconômicas do período.



Davis, R. F., e Saez, R. E. 1995. "Comercio t Desarrollo Industrial en Chile". Em *Colección Estudios CIEPLAN n° 41*.

Edwards, S. 1996. "*A tale of two crisis: Chile and México*". NBER working papers series, 5794.

Gedes, B. 1993. "*The Politics of Economic Liberalization*". The University of California Press.

Gontijo, C. 1995. "Política de Estabilização e Abertura Externa: uma análise comparativa das experiências do Chile, da Argentina e do México.". Em *Revista de Economia Política*, vol.15, nº 1.

Iglesias, E. V. "A preliminary overview of the Latin American economy during 1983.". Em *Revista da CEPAL*, nº 22.

J.Amadeo, E. "A fase mais dura do ajuste", Texto para Discussão, Departamento de Economia da PUC.

Kiguel, M. A., e Leviatan, N. 1994. "Exchange-Rate-Based Stabilization in Argentina and Chile.". Policy Research Working Paper nº 1318. Washington, D. C.: The World Bank.

Larraín, F., e P. Meller. 1991. "The Socialist-Populist Chilean Experience: 1970-1973.". Em *The Macroeconomics of Populism in Latin America*, editado por R. Dornbursch e S. Edwards, 175-214. The University of Chicago Press.

## BIBLIOGRAFIA

Arellano, J. P., 1983. "De La Liberalización a la intervención: el mercado de capitales en Chile 1974-1983.". Em *Colección Estudios CIEPLAN n° 11*.

Arellano, J. P. e Cortazar, R. 1982. "Del milagro a la crisis: algunas reflexiones sobre el momento económico.". Em *Colección Estudios CIEPLAN n° 8*.

Arellano, J. P., Cortazar, R. e Solimano, A. 1985. "Stabilization and Adjustment Policies and Programmes – Chile.". Em *Country Study n° 10, WIDER*.

Bosworth, B., Dornbursch, R., e Labán, R. 1994. "The Chilean Economy – Policy Lessons and Challenges", Brookings Institution.

CIEPLAN. 1982. *El modelo económico chileno: trayectoria de una crítica*. Santiago: Editorial Aconcagua.

Corbo, V. e A. Solimano. 1991. "Chile's Experience with Stabilization, Revisited", *Policy, Research, and External Affairs Working Papers, n° 579*.