

Política Monetária e Cambial
do Chile a partir da
década de 1990



1290003786

TCC/UNICAMP
R662a
1290003786/IE



UNICAMP

Universidade Estadual de Campinas
Instituto de Economia

**A ARTICULAÇÃO ENTRE AS POLÍTICAS FISCAL,
MONETÁRIA E CAMBIAL NO CHILE A PARTIR DA
DÉCADA DE 1990**

Monografia apresentada ao Curso de
Graduação em Ciências Econômicas da
Universidade Estadual de Campinas, como
requisito parcial para a obtenção do título de
Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Professor Doutor Marcos Antonio Macedo Cintra

Aluno: Ricardo Stucchi Romano

Cintra, Marcos Antonio Macedo

Campinas, novembro de 2008

TCC/UNICAMP
R662a
1290003786/IE

CEDOC/IE/UNICAMP

Agradecimentos

Ao professor e orientador Doutor Marcos Antonio Macedo Cintra pela atenção dedicada durante o ano de trabalho, não poupando esforços na indicação de bibliografias, na resolução dos questionamentos e correções dos textos. Agradeço, sobretudo, por acreditar em mim quando eu mesmo cheguei a duvidar ser possível.

Aos meus pais, Regina e Ronaldo, por tornar possível tudo isso em minha vida. Enfim, por serem pais de verdade.

Aos amigos e colegas de faculdade, por dividirem angústias, preocupações, alegrias e satisfações durante toda a graduação.

Resumo

O presente trabalho visa entender de que forma se configuraram as três principais políticas macroeconômicas no Chile: monetária, cambial e fiscal a partir de década de 1990, destacando suas trajetórias até chegarem aos dias atuais. Essas três políticas, por sua vez, foram fundamentais para o sucesso de uma outra, a política comercial, que como veremos, foi conduzida sempre visando elevar o dinamismo exportador, que tem sido a base do crescimento da atividade econômica. Nesse sentido, veremos como a política macroeconômica se refletiu no desempenho da economia chilena, verificando indicadores importantes, tais como o PIB (Produto Interno Bruto), inflação, desemprego e os indicadores relacionados ao mercado externo.

Palavras chave: política macroeconômica – Chile – articulação - economia chilena – exportações.

Índice

Introdução **6**

1. Configuração e Articulação das Políticas Macroeconômicas **8**

1.1. Das Reformas liberais aos ajustes da política econômica no fim da década de 1980 **8**

1.2. Política cambial: do regime de bandas deslizantes ao regime de câmbio flutuante (1985 – 2008) **13**

1.2.1. O regime de bandas cambiais deslizantes (1984 – 1999) **14**

1.2.2. Controle de Capitais (1991 – 1998) **17**

1.2.3. Política cambial durante a crise asiática e recuperação econômica (1998 – 2007) **21**

1.3. Política monetária: o regime de metas (1990 -2007) **24**

1.4. Política Fiscal **28**

2. Desempenho da Economia do Chile (1990 – 2007) **33**

2.1. Atividade Econômica **33**

2.2. Setor Externo **38**

2.2.1. Exportações **39**

2.2.2. Importações **41**

2.3. Inflação, Desemprego e Pobreza **42**

2.3.1. Inflação **42**

2.3.2. Desemprego e Pobreza **43**

Conclusão **46**

Bibliografia **48**

Anexo 1 – Principais Indicadores Econômicos (1990 – 1998) **50**

Anexo 2 – Principais Indicadores Econômicos (1999 – 2007) **53**

Introdução

A forma como tem sido conduzida a política macroeconômica no Chile a partir de 1990, quando um novo governo, agora democrático, assumiu o país, tem sido determinante para o desempenho da sua economia. Esse novo governo, desde seu início, propôs como objetivos principais da política macroeconômica a redução da inflação e a manutenção do setor externo como motor do crescimento econômico. Ademais, tem sido recorrente a preocupação em manter um déficit de transações correntes sustentável, reforçando a necessidade de se adotar uma política cambial que vise a preservação de uma taxa de câmbio relativamente depreciada e estável, com vista a manter uma alta competitividade externa e uma relativa estabilidade do ambiente macroeconômico. Como veremos, a intervenção ativa nos mercados de câmbio foi uma característica marcante até o fim da década de 1990, demonstrando o entendimento por parte do Banco Central e do governo chileno de que tanto a competitividade externa como a baixa volatilidade da taxa de câmbio são condições para um crescimento econômico sustentável.

Em termos de política monetária, destaca-se a adoção de um regime de metas de inflação “informal” a partir de setembro de 1990, implementado concomitante aos regimes de bandas cambiais deslizantes, metas para o déficit em transações correntes e mecanismos de controle de capitais de curto prazo. Apenas em 1999, o regime de metas de inflação passou a ser executado na sua forma mais tradicional, ou seja, assumido formalmente, concomitante a um regime de câmbio flutuante e uma maior credibilidade e transparência com relação à atuação do Banco Central em busca do atingimento das metas.

Por fim, a política fiscal assume papel de extrema importância, tanto em sua atuação particular, ao reduzir drasticamente a dívida pública chilena, promover políticas anticíclicas e o equilíbrio fiscal, como também ao facilitar a atuação das políticas cambial e monetária. O fato é que os objetivos das políticas fiscal, monetária e cambial não eram perseguidos de forma totalmente independente. É nesse contexto que podemos verificar a importância da articulação entre elas. É verdade que algumas políticas estavam subordinadas a outras e que havia certas prioridades a serem seguidas pelas

autoridades chilenas que muitas vezes eram conflitantes a outros objetivos da política econômica. Entretanto, a tentativa era sempre de buscar conciliar os diversos objetivos, visando articular as políticas macroeconômicas de modo que elas se relacionassem de forma positiva para o desempenho da economia chilena.

Inclusive se reconhece que um dos motivos para o bem-sucedido desempenho da economia do Chile a partir da década de 1990 comparativamente, sobretudo, aos outros países latino-americanos, tem sido a capacidade das autoridades chilenas de adaptar sua política macroeconômica ao contexto econômico internacional e aos ciclos econômicos do país.

Nesse sentido, a primeira seção visa entender de que forma se configuram as três principais políticas macroeconômicas: monetária, cambial e fiscal a partir de década de 1990, destacando suas trajetórias até chegarem aos dias atuais. Essas três políticas, por sua vez, foram fundamentais para o sucesso de uma outra, a política comercial, que como veremos, foi conduzida sempre visando elevar o dinamismo exportador que tem sido a base do crescimento da atividade econômica. Na segunda seção veremos como a política macroeconômica se refletiu no desempenho da economia chilena, verificando indicadores importantes, tais como o PIB (Produto Interno Bruto), inflação, desemprego e os indicadores relacionados ao mercado externo. Por fim, o trabalho finaliza com uma breve conclusão.

I - Configuração e Articulação das Políticas Macroeconômicas

Entende-se que há uma necessidade de conhecer as experiências de política econômica do país não somente a partir da década de 1990, que é o foco deste trabalho, mas também de décadas anteriores, pois é baseado nas experiências recentes, positivas ou negativas, que muitas das políticas foram determinadas a partir de 1990. É preciso, antes de qualquer coisa, entender em qual contexto se altera a maneira de conduzir a política econômica a partir do novo governo democrático. É importante ressaltar que algumas das políticas da nova fase democrática foram baseadas (e até integralmente mantidas) nas políticas de ajuste macroeconômico de meados dos anos 1980.

1.1. Das Reformas liberais aos ajustes da política econômica no fim da década de 1980 (1973 – 1989)

A economia chilena passou por intensas reformas liberais de forma muito precoce se comparada com a experiência de outros países latino-americanos. Segundo Ffrench-Davis (2004), pode-se dividir o processo de reformas em três etapas. A primeira etapa se iniciou em 1973 e “*se caracterizo por la aplicación de un modelo neoliberal en su forma más pura*”. Num contexto de imensa instabilidade política e econômica, em setembro de 1973 um golpe militar derrubou o presidente Allende e deu início ao longo período do governo do general Augusto Pinochet (1973 – 1990). Para se ter uma idéia da situação econômica do país no contexto do golpe, a inflação girava em torno de 360% ao ano e o PIB (Produto Interno Bruto) sofreu uma queda de aproximadamente 5% em 1973. Diante disso, a preocupação inicial do governo ditatorial de Pinochet se deu no sentido de controlar os desequilíbrios macroeconômicos e, particularmente, a elevada inflação herdada. Para isso, foram colocadas em práticas diversas políticas de cunho neoliberal, de acordo com a ideologia que se tornaria cada vez mais presente na condução das políticas públicas com o passar dos anos.

Inicialmente, promoveu-se um forte ajuste recessivo para controlar os desequilíbrios interno e externo. Isso significava, basicamente, promover uma estabilização dos preços e equilibrar as contas públicas e as transações correntes do país. Segundo Cunha (2006), o “programa de estabilização de preços implementado pelo

governo Pinochet, a partir de 1974, promoveu uma série de medidas, entre elas: a abertura comercial, a liberalização do mercado financeiro, as privatizações e a utilização do regime de câmbio de minidesvalorizações ativo com âncora nominal”. Nesse contexto, liberalizou-se amplamente os fluxos de capitais, houve a privatização do sistema de pensões e de parte do serviço nacional de saúde. Aliás, muitas empresas públicas tradicionais foram privatizadas no período. Como destacou Ffrench-Davis (2004):

“El papel tradicional del Estado como empresario, promotor de la inversión y la industrialización, debía reducirse en el mayor breve plazo posible para que estos procesos resultaran exclusivamente de las decisiones tomadas por los agentes privados en mercados liberalizados y abiertos al exterior”.

As políticas de ajuste contracionistas conseguiram reduzir drasticamente o déficit público e até colaboraram para um maior equilíbrio da conta corrente do balanço de pagamentos chileno. Mas não foram capazes de controlar o processo inflacionário, mesmo com o intenso controle fiscal e as políticas de contenção da demanda agregada que resultaram em significativa subutilização da capacidade produtiva e até em sucessivos crescimentos negativos do PIB.

Nesse contexto, decidiu-se lançar mão de novas medidas de estabilização com a utilização do câmbio para conter o processo de aceleração inflacionária. Esse processo é descrito por Cunha e Gala (2006):

“(O governo do Chile) adota uma sucessão de ‘tablitas’, anunciando e determinando previamente a trajetória da taxa de câmbio nominal com o objetivo de controlar a inflação via coordenação de expectativas. A política cambial passa a ser utilizada no combate a inflação através de apreciações periódicas. Em 1979, esse processo é intensificado com o congelamento da taxa de câmbio em 39 escudos por dólar, paridade mantida até 1982. Devido aos aumentos residuais de preços internos, observa-se no período uma grande sobrevalorização da moeda chilena”. (Cunha e Gala, 2006, p. 3).

Dessa forma, estão completadas as políticas macroeconômicas implementadas na segunda metade da década de 1970 que, segundo Tavares (1996), “estiveram na raiz dos desequilíbrios do primeiro período (1974-1979) e cujas propagação e retroalimentação levaram a economia chilena à beira do desastre na crise financeira generalizada de 1981-82”. Essas políticas a que se refere Tavares foram principalmente a desregulação do sistema financeiro interno, a liberalização do fluxo de capitais do exterior e a política de âncora cambial para controlar a inflação. Assim, uma vez que o câmbio foi se tornando cada vez mais sobrevalorizado, já que estava ancorado ao dólar e a entrada de capitais especulativos de curto prazo era crescente, a produção de déficits comerciais consideráveis foi se tornando inevitável.

Portanto, a tentativa das autoridades monetárias foi a de promover um ajuste financeiro e de balanço de pagamentos conciliando câmbio fixo e endividamento privado, até o ponto em que o endividamento dos bancos privados ficou impossibilitado sem uma forte intervenção do Estado, o que mais tarde resultou em um desastre para o sistema financeiro privado e para as finanças públicas (Tavares, 1996, p. 82). Assim, a recuperação da economia ensaiada entre 1979 e 1981, anos em que o PIB cresceu significativamente, e o controle da inflação, conseguido à custa do desequilíbrio das transações correntes, colocaram a economia do Chile em uma posição extremamente vulnerável até que a crise da dívida de 1982 mergulhasse o país em uma crise gigantesca, com direito a moeda extremamente depreciada, PIB caindo 14% e crise do sistema bancário sem precedentes. Para se ter uma idéia da dimensão da vulnerabilidade externa da economia chilena, o déficit em transações correntes era de 7,1% em relação ao PIB em 1980 e se elevou bruscamente para 14,5% no ano seguinte (Cunha, 2006). A elevação da taxa de juros nos EUA e a crise mexicana foram o golpe final nas reformas liberais adotadas pelo governo Pinochet na década de 1970.

Segundo Ffrench-Davis (2004), após a desastrosa experiência da adoção do câmbio fixo, inicia-se a segunda etapa das reformas, marcada por políticas mais pragmáticas, visando superar os efeitos da crise, com o foco voltado não tanto para o controle da inflação, mas para a renegociação da dívida externa e por uma série de medidas para equilibrar a conta corrente chilena, sobretudo fomentando as exportações. O fato é que desde essa experiência traumática as autoridades chilenas passaram a carregar sempre uma grande preocupação em manter a moeda chilena relativamente

desvalorizada para, conseqüentemente, estimular as exportações e manter o saldo das transações correntes do seu balanço de pagamentos equilibrado. A experiência de sobrevalorização durante o regime de câmbio fixo foi, portanto, decisiva para a escolha não só da política cambial como da política econômica como um todo a ser adotada nos anos 1990 pelo governo democrático. Deve-se entender que o processo de valorização cambial e queda do PIB (Produto Interno Bruto) no contexto da crise da dívida facilitaram a destruição do parque industrial e a articulação do novo modelo primário-exportador a ser promovido no Chile.

O período de 1982 a 1985 foi caracterizado por intensa instabilidade econômica, com a adoção de políticas econômicas contraditórias, sempre seguidas de perto pelo FMI (Fundo Monetário Internacional). Nesse contexto, algumas mudanças de política foram percebidas, tais como as sucessivas desvalorizações no câmbio, a reintrodução de certa proteção tarifária às importações, estatização de boa parte da dívida privada, esforços para renegociar a dívida externa e a imposição de uma regulação mais estrita no sistema financeiro (Ffrench-Davis, 2004).

Nesse contexto que se promoveu a chamada “segunda reforma comercial” que se baseava, sobretudo, no fomento e diversificação das exportações por meio de diversos mecanismos, tais como as desvalorizações discretas do câmbio (agora em um regime de bandas cambiais deslizantes), os diversos incentivos tributários e até o apoio via *Fundación Chile*, uma instituição semipública que iniciou diversos projetos empresariais voltados à exportação. Esse é um momento-chave, pois é a partir daqui que as autoridades chilenas decidem dar ênfase à formação de uma estrutura produtiva voltada para a exportação de bens primários em detrimento de uma inserção diferenciada. Nesse sentido, deixa-se de lado o foco no desenvolvimento e diversificação de uma indústria voltada para o mercado interno e se decide por uma inserção primário-exportadora. Ou seja, a receita advinda do cobre e o potencial do Chile para exportar competitivamente produtos tipicamente primários, como madeira, pescado e frutas, influenciou em uma decisão que tem tido efeitos até hoje na economia chilena. O ajuste das políticas que se deu a partir de 1985 apenas confirmou essa opção e ditou as políticas econômicas que vem sendo implementadas desde então.

O verdadeiro ajuste macroeconômico após a crise da dívida, segundo Tavares (1996), iniciou-se somente em 1985 a partir das políticas de gasto público e de financiamento anticíclicas que aumentaram a proteção efetiva da economia, mesmo que formalmente ainda se tenha dado continuidade às políticas liberais. E por mais que Ffrench-Davis (2004) tenha entendido que a terceira etapa das reformas liberais tenha começado em 1989, o fato é que uma nova fase de políticas macroeconômicas já tinha se iniciado com o Ministro Büchi em 1985 durante o próprio governo Pinochet.

É interessante entender como se deu o ajuste da política macroeconômica, sobretudo entre 1985 e 1990, com vista a compreender o legado em termos de política econômica deixado ao novo governo democrático no início da década de 1990, verificando assim em que medida esse novo governo alterou as políticas econômicas. Em primeiro lugar, a política de ajuste macroeconômica foi extremamente expansionista, gerando um grande impulso de demanda que levou as taxas de crescimento do PIB a girarem em torno de 10% em 1988 e 1989. As condições externas favoráveis colaboraram muito para a recuperação da economia chilena. Nesse sentido, cabe ressaltar a melhora significativa nos termos de troca com a elevação do preço do cobre, principal produto de exportação chileno, que gerou uma receita importantíssima para o governo e ajudou a equilibrar as contas públicas e o balanço de pagamentos. Enfim, segundo Tavares:

“Essa convergência virtuosa entre política fiscal, monetária e cambial resolveu o ajuste de uma maneira progressiva e não regressiva em termos de receita, emprego e salários, e com uma diminuição dos custos reais do serviço da dívida, ou seja, precisamente o contrário dos ajustes anteriores e das recomendações das políticas ortodoxas de contenção da demanda”. (Tavares, 1996, p. 84).

É por essa e por outras que a experiência chilena é considerada um paradigma, no sentido de ter conseguido promover um ajuste interno e externo extremamente bem-sucedido, abrindo caminho para o dinamismo econômico presenciado a partir da década de 1990. Esse ajuste exitoso permitiu que o governo democrático assumisse em 1990 uma economia em crescimento acelerado, mas também com uma iminência inflacionária perigosa que, como veremos, foi uma preocupação constante desde então. O fato é que já se ensaiava no fim da década de 1980 a coerência entre as políticas

fiscal, monetária e cambial que pudemos presenciar mais claramente a partir do governo democrático. A partir de meados de 1980, as autoridades chilenas parecem ter aprendido algumas lições importantes no sentido de caminhar para o crescimento econômico sustentável se baseando sempre na manutenção do equilíbrio do ambiente macroeconômico e na rápida adaptação frente aos novos contextos econômicos internacionais que vão surgindo.

Veremos agora como foram conduzidas as políticas fiscal, monetária e cambial a partir de 1990, focando na articulação e coerência que levou a economia chilena a ter um desempenho extremamente favorável frente às outras economias latino-americanas.

1.2. Política cambial: do regime de bandas deslizantes ao regime de câmbio flutuante (1985 – 2008)

De acordo com Ocampo (2007), uma das principais “inovações da política macroeconômica” latino-americana nos últimos anos foi a presença de uma intervenção ativa nos mercados de câmbio, com a taxa de câmbio real sendo um objetivo explícito. O Chile pode ser considerado um dos melhores exemplos no uso desse instrumento com relativo êxito, principalmente entre fim dos anos 1980 até a adoção do câmbio flutuante em 1999.

Como já mencionado, o Chile teve uma tentativa extremamente desastrosa de utilização do câmbio fixo como uma das armas para controlar a inflação. A sobrevalorização do peso chileno num cenário de crescente liberalização comercial e financeira e o conseqüente déficit crescente das transações correntes colocou o país em uma posição muito vulnerável, uma vez que esse déficit deveria ser compensado pela conta de capitais para equilibrar as contas externas tornando o país extremamente dependente dos voláteis capitais externos que entram e saem do país. Uma vez cessado o fluxo de capitais para os países emergentes na chamada crise da dívida externa de 1982, o desastre anunciado foi concretizado.

O fato é que essa experiência foi traumática a ponto de as autoridades chilenas passarem a ter a preocupação constante, desde então, com a valorização demasiada da taxa de câmbio e com os déficits em conta corrente. A estratégia passou a ser a de

adaptar a política cambial frente aos objetivos perseguidos pelas autoridades monetárias e às mudanças do cenário econômico interno e mundial.

1.2.1. O regime de bandas cambiais deslizantes (1984 – 1999)

A partir de meados da década de 1980, adotou-se no Chile um regime de bandas cambiais deslizantes. Basicamente, a taxa de câmbio podia flutuar dentro de um intervalo de amplitude pré-estabelecido pelo Banco Central (banda) e este se comprometia a intervir quando a taxa ameaçasse a sair desse patamar. Assim, indicava-se ao mercado a tendência esperada da taxa de câmbio, caracterizando-a como objetivo explícito da política econômica, como apontou Ocampo (2007).

Inicialmente, foram promovidos consecutivos ajustes no centro da banda cambial no sentido de promover desvalorizações. Essas minidesvalorizações tinham o objetivo de corrigir o impacto da inflação interna sobre a competitividade externa e foram fundamentais para garantir o dinamismo exportador, tão importante para o crescimento econômico observado na década de 1990. O *tipo de cambio acuerdo* (TCA), como era denominado o preço de referência (centro da banda), foi fortemente desvalorizado em setembro de 1984 em 23,7%. Novas desvalorizações ocorreram em fevereiro e em julho de 1985 de 9,1% e 8,5%, respectivamente. Enfim, o que notamos é uma grande preocupação em proporcionar uma taxa de câmbio relativamente depreciada, visando colocar as exportações na condição de motor do crescimento econômico ainda no governo Pinochet. Entre 1982 e 1988, a depreciação real do peso chileno foi de aproximadamente 130% (Cunha & Gala, 2006), resultado não só das minidesvalorizações como também da fuga de capitais observado a partir de 1982 com a crise da dívida. A mudança no cenário econômico mundial coincide com o início do governo democrático. Como veremos adiante, o Chile vai sofrer imensas pressões para a apreciação da taxa de câmbio a partir de 1990, quando uma enxurrada de capitais começa a entrar no país. Mesmo diante dessas dificuldades, veremos que o Banco Central teve uma capacidade ímpar de manter o câmbio relativamente competitivo, por mais que pequenas apreciações reais tenham se tornado inevitáveis.

A Tabela 1 mostra a evolução da amplitude das bandas cambiais durante todo o período em que o regime de bandas cambiais flexíveis foi adotado (1984 – 1999).

Tabela 1 – Bandas Cambiais no Chile entre 1984 e 1999

Data	amplitude	Composição da cesta de moedas			Inflação externa para ajuste	Apreciação real (produtividade)
		US\$	Yen	Marco		
ago/84 - jun/85	±0,5%	100%	0%	0%	3,6%	0%
jul/85 - dez/87	±2%	100%	0%	0%	3,6%	0%
jan/88 - mai/89	±3%	100%	0%	0%	3,6%	0%
jun/89 - fev/91	±5%	100%	0%	0%	3,6%	0%
mar/91 - jun/91	±5%	100%	0%	0%	0%	0%
jun/92 - nov/91	±5%	100%	0%	0%	3,6%	0%
dez/91 - de/91	±5%	100%	0%	0%	2,4%	0%
jan/92 - abr/92	±10%	100%	0%	0%	2,4%	0%
mai/92 - jun/92	±10%	100%	0%	0%	1,2%	0%
jul/92 - nov/94	±10%	50%	20%	30%	2,4%	0%
dez/94 - nov/95	±10%	45%	25%	30%	2,4%	0%
dez/95 - dez/96	±10%	45%	25%	30%	2,4%	2%
jan/97 - jul/98	±12,5%	80%	5%	15%	2,4%	2%
jul/98 - set/98	-3%: +2,5%	80%	5%	15%	2,4%	0%
set/98 - dez/98	±3,5%	80%	5%	15%	0%	0%
dez/98 - set/99	±8%	80%	5%	15%	0%	0%

Fonte: Morande & Tapia, 2002

A primeira observação pertinente é a existência de uma cesta de moedas de referência, ou seja, os reajustes do centro da banda foram realizados segundo a regra de paridade de poder de compra. O centro da banda estava vinculado a essa cesta de moedas, que inicialmente era composta apenas pelo dólar. A partir de julho de 1992 foram incorporados mais duas moedas, iene e marco alemão, com ponderações de 20% e 30%, respectivamente. Além da tentativa de ponderá-las de acordo com suas respectivas participações no comércio externo chileno e manter mais estável o retorno em peso das exportações, se entende que a intenção dessa medida foi desestimular as operações de arbitragem da taxa de juros ao promover maior incerteza quanto à taxa de câmbio de curto prazo (Ffrench-Davis, 2004). Desse modo, promovia-se uma maior incerteza nas operações em dólares de curto prazo, reduzindo movimentos especulativos sobre o peso chileno. Ademais, reparamos também que se utilizava uma taxa de inflação externa para o ajuste do preço de referência. Inicialmente o valor era de 3,6% chegando a ser considerada 0% em alguns períodos.

Percebe-se que os intervalos de variação “aceitáveis” das bandas eram inicialmente muito pequenos. A intenção era exatamente promover uma estabilidade da taxa de câmbio, fundamental para o ajuste econômico que estava sendo colocado em prática. A estabilidade do câmbio passou a ser vista como uma das prioridades da política macroeconômica, uma vez reconhecidos seus benefícios no sentido de incentivar investimentos privados (internos e externos) e de dar maior suporte para a política monetária no seu papel de estabilizar os preços. Um câmbio muito volátil diminui a confiança dos investidores e gera instabilidades em todo o sistema econômico.

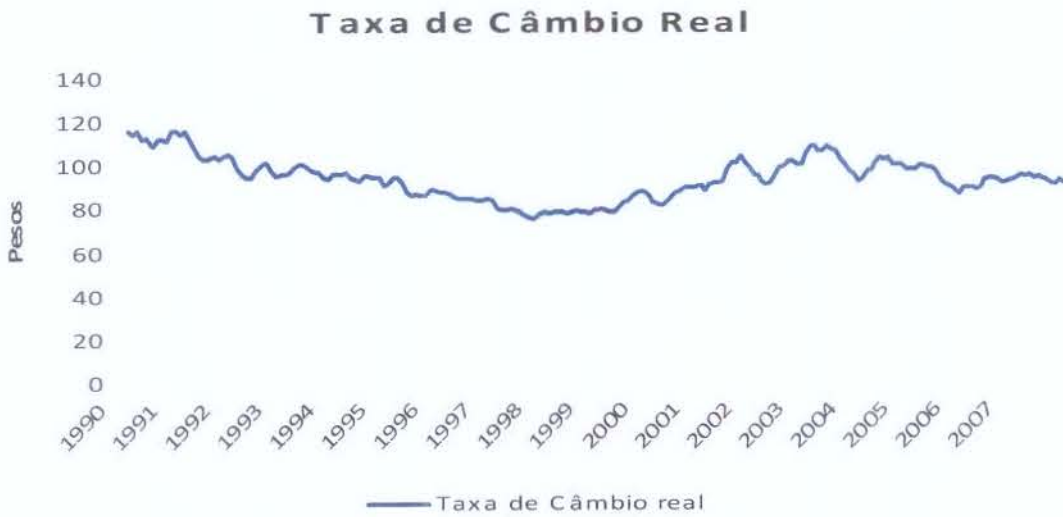
Nesse sentido, o Banco Central praticou diversas intervenções no mercado cambial sempre quando a taxa de câmbio estava próxima ao piso ou ao teto da banda (até a crise asiática a pressão era sempre em relação ao piso). Eram ações discricionárias e sem qualquer transparência que visavam evitar grandes flutuações especulativas.

Observando a Tabela 1, verificamos uma clara tendência de elevação no intervalo de variação da banda com o passar dos anos. Esses aumentos vão abrir caminho, mais tarde, para a adoção de um regime de câmbio flutuante.

A opção pela troca do regime cambial esteve intimamente relacionada com a atuação da política monetária de controle da inflação baseada em metas de inflação. Acreditava-se que para que esse regime funcionasse plenamente, era preciso abandonar as metas para o câmbio visando eliminar eventuais conflitos de se ter duas metas nominais. Isso traria maior transparência e aperfeiçoamento do regime. Nesse contexto, taxas de juros reduzidas poderiam ser conciliadas com o atingimento das metas de inflação. Ademais, após a crise asiática e o contexto de desvalorização cambial propiciada por ela, notou-se que o *pass through* da taxa de câmbio na inflação não era tão grande como se imaginava, ou seja, uma vez que as autoridades monetárias estavam priorizando o controle da inflação, notou-se que o câmbio flutuante não seria um problema nesse sentido, mesmo em contextos de ataque especulativo contra o peso. Por fim, a inflação no momento de passagem para o regime de câmbio flutuante já estava plenamente controlada e a um nível satisfatório.

O fato é que enquanto vigorou o regime de bandas, mesmo com todos os esforços contrários, houve apreciação cambial real de 38% entre 1990 e 1997. Mesmo assim, trata-se de uma apreciação relativamente pequena se comparada com a que outros países emergentes sofreram. Desse modo, a política cambial teve seus méritos ao evitar uma apreciação real que podia ser bem mais elevada num contexto de ampla liquidez internacional. A prova de que a apreciação foi aceitável esteve na taxa de crescimento das exportações em torno de 10% ao ano no período em questão. Concomitantemente, os déficits em conta corrente permaneceram em patamares sustentáveis, em uma média de 2,3% do PIB. Como veremos, não só política de intervenção cambial ativa, mas também um ousado controle de capitais permitiu a importante estabilidade cambial no período. O Gráfico 1 mostra o comportamento da taxa de câmbio real durante todo o período estudado. A princípio, podemos verificar a tendência de valorização real do peso chileno ocorrida na década de 1990.

Gráfico 1 – Trajetória da taxa de câmbio real entre 1990 e 2007 (em relação ao dólar americano)



Fonte: elaboração própria a partir de dados do Banco Central do Chile

1.2.2. Controle de Capitais (1991 – 1998)

Como antecipado, no início da década de 1990, a oferta de capitais destinados aos países emergentes cresceu significativamente. Essa reversão do cenário internacional merece grande destaque, sobretudo quando se trata de política cambial,

uma vez que esta teve de promover esforços consideráveis com vista a se adequar a essa nova realidade, visando atender as necessidades de um país extremamente dependente de suas exportações e que estava plenamente comprometido com o fomento e diversificação das mesmas, com vista a sustentar um crescimento econômico alto e manter equilibradas suas contas externas. Como se sabe, a entrada maciça de capitais em um país gera imensas pressões para a apreciação da taxa de câmbio. Com o Chile não foi diferente.

Uma série de fatores proporcionou esse grande aumento dos influxos de capitais, sobretudo a partir de 1991. Além da mudança no cenário internacional como um todo, cabe ressaltar especificidades do Chile, que atraíram uma quantidade de capital significativamente maior do que outras nações da América Latina. O fato é que as eleições democráticas de 1990 e o sucesso do ajuste chileno a partir de meados dos anos 1980 propiciaram estabilidade política e econômica. O desempenho da economia chilena era notadamente melhor que dos outros países e, além disso, o país conseguiu alcançar um equilíbrio macroeconômico sustentável, sobretudo durante a primeira metade da década de 1990. Como veremos mais detalhadamente, o mérito das autoridades monetárias chilenas foi articular a política econômica de modo a propiciar um crescimento sustentável e um equilíbrio macroeconômico real importantíssimo para incentivar os investimentos produtivos, sobretudo privados.

No contexto de abertura financeira e crescente influxo de capitais, um grande diferencial da atuação do Banco Central do Chile em relação a outros países latino-americanos foi não só a intervenção ativa no mercado de câmbio, como também a adoção de um rigoroso controle de capitais, visando limitar a entrada de capitais de curto prazo, tipicamente mais voláteis e de finalidade especulativa. Mais um sinal da política macroeconômica ativa preocupada em proteger o modelo de crescimento baseado na expansão e diversificação das exportações e uma economia historicamente muito propensa a grandes oscilações no produto e na renda (Ffrench-Davis, 2004). O mérito das autoridades monetárias foi ter percebido a necessidade de se converter a avalanche de capitais em taxa de investimento produtivo e não dar brecha para capitais de finalidade especulativas que causam diversos desequilíbrios e distorções macroeconômicas, tais como pressões inflacionárias e volatilidade cambial. A maioria dos países se contentou com a bonança inicial, sem impor limites, o que acarretou

graves consequências para suas economias, tais como desequilíbrios das contas externas e ataques especulativos. O Chile, por sua vez, não obstante a adoção de um controle de capitais, também promoveu políticas de esterilização com vista a conter os efeitos monetários do acúmulo de reservas internacionais e uma política fiscal extremamente responsável e controlada, que incluiu mecanismos anticíclicos que serão vistos com detalhes mais adiante. Todas essas políticas demonstravam grande maturidade das autoridades monetárias frente às necessidades do país e plena consciência ao lidar com a entrada maciça de capitais e seus efeitos.

Desse modo, em 1991 o Chile adotou os chamados “encajes”, que nada mais são do que depósitos não-remunerados efetuados junto ao Banco Central sobre o valor do crédito externo pelo período de 90 dias a um ano. Por mais que esses “encajes” atuassem também sobre o IED (Investimento Externo Direto), ele acabavam por desestimular com muito mais intensidade os capitais de curto prazo, tipicamente mais voláteis, uma vez que um custo marginal nulo aos créditos com prazo maior que um ano.

Inicialmente, a taxa a ser depositada correspondia a 20%. Em 1992, decidiu-se aumentá-la para 30% e a expandi-la para depósitos a prazo em moeda estrangeira. Em 1995, o controle de capitais se intensificou, estendendo-se para as compras de ADR (American Depositary Receipts) secundários por residentes no exterior. Alguns IED poderiam estar isentos do “encaje” mediante uma rígida comissão de análise. Em 1998, com a crise asiática e a fuga de capitais, reduziu-se a taxa de depósito para 10% e pouco depois, nesse mesmo ano, ela tornou-se zero e assim permaneceu até 2001, quando o “encaje” foi oficialmente extinto, por mais que estivesse em 0% nos últimos três anos.

O importante é notar como a adoção de um controle de capitais de curto prazo trouxe diversos benefícios para as aspirações da economia chilena. Por mais que o câmbio tenha tido valorização real durante a década de 1990, é consenso que sem os “encajes”, essa apreciação se tornaria insustentável frente à tamanha dimensão dos influxos de capitais observados entre 1991 e 1998. O modelo exportador estaria completamente comprometido e os desequilíbrios macroeconômicos seriam inevitáveis. A despeito da inevitável valorização real, verificaremos mais adiante que em termos nominais, a taxa de câmbio seguiu um movimento de desvalorização, não só durante os

anos 1990, enquanto o controle de capitais era presente, mas também durante a primeira metade da década seguinte.

Além de controlar as pressões baixistas sobre o câmbio, o controle de capitais selecionou os influxos de capitais, permitindo que a maioria entrasse no país na forma de IED (Investimento Externo Direto), colaborando fortemente para um aumento recorde dos investimentos produtivos, que puxaram o crescimento da economia junto com as exportações. Nesse contexto, alguns fatores diferiram dos constatados na década de 1990 de outros períodos de forte entrada de capitais. Em primeiro lugar, conseguiu-se crescer em um contexto de equilíbrio macroeconômico, uma vez que se utilizou da entrada de capitais de forma inteligente, tanto em termos de política cambial e controle de capitais como em termos de política fiscal e monetária, que veremos com mais detalhes adiante. Em segundo lugar, conseguiu-se elevar os investimentos produtivos de forma muito satisfatória. Em terceiro lugar, o crescimento do PIB ocorreu por um período muito mais prolongado e de forma muito mais sustentável.

Por mais que as autoridades estivessem preocupadas em controlar a inflação, elas resistiram em tentar acelerar a redução da mesma por meio da apreciação cambial que poderia ser proporcionada pela forte entrada de capitais. A consciência de que o câmbio relativamente depreciado era importante para as exportações e para a manutenção de contas externas sustentáveis foi determinante para que não houvesse nenhum desvio de percurso da política macroeconômica. Nessa linha, outras medidas também foram implementadas para conter a pressão para valorização, tais como o acúmulo de reservas internacionais, o incentivo à saída de capitais (para alguns exportadores, por exemplo) e as vendas e compras (sobretudo as compras) de dólares por parte do Banco Central. Sem contar a política fiscal, que como veremos mais adiante, continha mecanismos importantes que atuavam em conjunto com os esforços da política cambial, como o FCC (Fundo de Compensação do Cobre).

É bem verdade que entre 1996 e 1997 houve uma apreciação cambial frente a um aumento sem precedentes dos influxos de capitais, inclusive os de curto prazo, fortemente onerados pelos “encajes”. French-Davis (2004) defende que a apreciação real de aproximadamente 16% nesses anos foi reflexo do afrouxamento das políticas macroeconômicas vigentes. Segundo o autor, alterou-se o foco para uma redução maior

da inflação em detrimento do crescimento econômico do modelo exportador. Assim, faltou por parte das autoridades monetárias acentuarem as restrições frente à entrada de capitais e não mantê-las, já que a realidade era outra. O otimismo internacional e especificamente na economia chilena naquele momento era extremamente elevado, acarretando a entrada de capitais numa quantidade nunca vista antes. O fato é que o déficit em transações correntes entre 1996-1997 se elevou consideravelmente e inclusive tornou o país mais vulnerável à crise asiática que estava por vir.

Excetuando alguns tropeços, como o citado, o fato é que a política cambial e, mais especificamente, o controle de capitais foram extremamente importantes para o desempenho dos indicadores econômicos chilenos, sobretudo até 1998. Essas políticas extremamente ativas e preocupadas em manter um modelo exportador dinâmico e de estímulo aos investimentos produtivos, foram inclusive fundamentais para a atuação das outras políticas, como veremos adiante. A atuação em conjunto com as políticas monetária e fiscal foi fundamental para crescimento do PIB, bem acima das médias históricas, no período 1990 – 1998, conforme veremos com maiores detalhes na seção seguinte.

Com a crise asiática e a desaceleração da economia mundial entre 1998 e 2002, o cenário passa a ser outro e algumas políticas são substancialmente alteradas. Com relação à política cambial, após turbulência em 1998/1999, o Chile opta, voluntariamente, pela adoção de um regime de câmbio flutuante. O crescimento do PIB, por exemplo, passa a oscilar por patamares mais modestos, mesmo a partir de 2004, quando o Chile volta a ter crescimento econômico mais satisfatório, uma vez superado a crise.

1.2.3. Política cambial durante a crise asiática e recuperação econômica (1998 – 2007)

A partir de 1998 houve grande reversão dos fluxos de capitais até então abundantes. A pressão sobre a taxa de câmbio passou a ser contrária da que vinha ocorrendo desde o início da década e, da mesma maneira que a apreciação cambial preocupava, uma forte desvalorização também não era interessante. Como já afirmado, a estabilidade cambial é imprescindível para uma economia crescer de forma

sustentável. Além disso, a pressão sobre a inflação poderia se elevar bruscamente criando a necessidade de um ajuste ainda mais recessivo.

Numa manobra ousada, as autoridades monetárias reduziram consideravelmente o intervalo da banda cambial em julho de 1998 (Tabela 1), visando conter a pressão especulativa sobre a moeda. Segundo Morande & Tapia (2002), essa foi uma decisão muito arriscada, mas que deu certo uma vez que o Banco Central conseguiu coordenar as expectativas, impedindo uma grande desvalorização cambial. O Gráfico 2 mostra a evolução da taxa de câmbio nominal entre 1990 e 2007. Podemos ver que, até 1998, temos um movimento de depreciação cambial nominal resultado do esforço da política econômica que conseguiu conter as pressões para a valorização do peso chileno (por mais que o câmbio tenha se valorizado em termos reais, conforme Gráfico 1). O movimento de desvalorização nominal do câmbio se intensifica a partir da crise asiática em 1998. Entretanto, mais uma vez, a política cambial foi importante para evitar uma desvalorização muito mais elevada da moeda nacional. Como podemos observar nos Gráficos 1 e 2, a partir de 1998 a desvalorização nominal, que vinha ocorrendo desde 1990, passa a ser acompanhado também por desvalorização real.

Entretanto, como veremos com mais detalhes na segunda seção, mesmo diante da depreciação do peso chileno, a taxa de crescimento das exportações reduziu-se drasticamente junto com o PIB, que chegou a apresentar variação negativa em 1999. No embalo do desaquecimento da economia mundial, nem o câmbio foi capaz de manter o dinamismo do crescimento de mais de 10% ao ano das exportações. Entre 2000 e 2003, a expansão se reduziu pela metade, 5,4%.

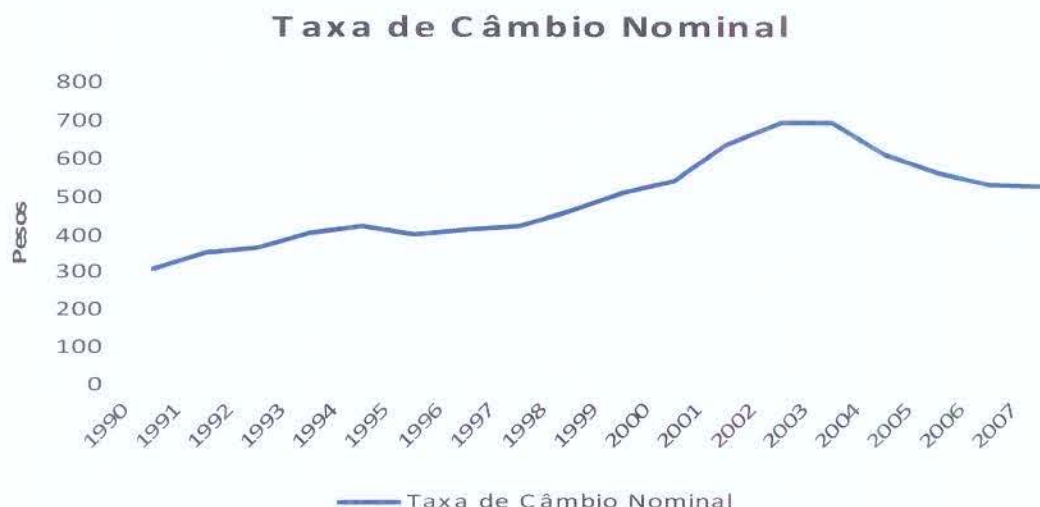
Essa tendência de alta da taxa de câmbio nominal e real durou até 2004, quando a moeda chilena modificou sua tendência, passando a se valorizar em relação ao dólar americano. Os motivos são descritos em relatório da CEPAL:

“En el año 2004 se conjugaron una serie de factores que condujeron a la apreciación del peso chileno: la mejor situación en Argentina, las buenas expectativas de Brasil y, a fines de año, una mayor afluencia de dólares como consecuencia del alza del precio del cobre, las mayores utilidades provenientes de las exportaciones y el ingreso de capitales financieros para aprovechar una fase alcista de la bolsa.

Paralelamente a todo esto, el auge de la inversión extranjera se ha mantenido en forma sostenida” (Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 2004 – 2005, p.3).

Como podemos ver no Gráfico 2, a tendência da taxa de câmbio nominal continuou sendo de baixa até 2007. O relatório da CEPAL do ano seguinte (Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 2005 – 2006) justifica a continuidade desse movimento, que se iniciou em 2004, como resultado das maiores disponibilidades de divisas devido a alta contínua e significativa dos termos de troca (sobretudo graças a alta do preço do cobre no mercado internacional).

Gráfico 2 - Trajetória da taxa de câmbio nominal entre 1990 e 2007 (em relação ao dólar americano)



Fonte: elaboração própria a partir de dados do Banco Central do Chile

Como já antecipado, no final de 1999, o Chile opta por adotar um regime de livre flutuação da taxa de câmbio. Vale ressaltar que, conforme Cunha (2006), o país abandonou o regime de bandas voluntariamente, mesmo porque o auge da crise asiática já havia passado e não havia uma pressão especulativa sobre o câmbio suficientemente elevada a ponto de forçar a troca de regime. O fato é que a prioridade passou a ser o regime de metas da inflação e, como já afirmado, este teoricamente funcionaria melhor convivendo com um regime de câmbio flutuante. Além disso, quando houve a transição, já fazia algum tempo que as autoridades monetárias não faziam intervenções no mercado de câmbio e os intervalos das bandas estavam numa crescente acelerada diante

da dificuldade de se conter a pressão pela desvalorização. A credibilidade do regime, nesse contexto, já estava comprometida.

Enfim, é importante entender que, acima de tudo, a busca era por uma flexibilidade da taxa cambial, necessária num contexto de Banco Central independente e metas de inflação. A transição para o regime de câmbio flutuante foi relativamente bem-sucedida, pois as autoridades chilenas já tinham criado uma série de condições para que ela ocorresse da melhor forma possível, o que mostra a coerência que já havíamos afirmado com relação à política econômica. Nesse sentido, vale dizer que o Chile já tinha providenciado um equilíbrio fiscal importante, um volume de reservas internacionais interessante e um sistema financeiro fortalecido. Essas características são importantes para um bom funcionamento do regime de câmbio flutuante.

O fato é que, até 2007, pouquíssimas intervenções do Banco Central foram feitas no mercado de câmbio. Segundo relatório da CEPAL de 2008, a entidade vem justificando esse comportamento em relação à política cambial nos últimos anos da seguinte maneira:

“El tipo de cambio resultante, tomando en cuenta los múltiples factores determinantes y la valoración del peso respecto de las numerosas monedas en que se realizan las transacciones comerciales y financieras, se ha mantenido durante mucho tiempo en nivel de equilibrio, de manera no ha sido necesaria la intervención” (Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 2007 – 2008, p.3).

Ou seja, comportamento bem distinto do observado durante toda a década de 1990, quando as intervenções eram constantes e efetivas.

1.3. Política monetária: o regime de metas (1990 -2007)

A adoção do regime de metas de inflação pelo Chile coincidiu com a independência adquirida pelo Banco Central ainda no regime militar, em 1990. A primeira meta foi anunciada em setembro de 1990 e foi estipulado em 24%, para os 12 meses seguintes. O principal instrumento da política monetária passou a ser a manipulação da taxa de juros básica (TPM ou *tasa de politica monetaria*). Nesse início

da atuação dessa política monetária, as políticas fiscal e cambial foram extremamente importantes e atuaram em sintonia com o seu objetivo principal. Logo em 1990, a inversão pública se elevou significativamente e se promoveu um grande aporte de recursos financeiros ao Fundo de Estabilização do Cobre. Pouco depois, o endividamento externo começou a se reduzir, amenizando a incidência nos pagamentos de juros nos gastos do governo e melhorando as expectativas dos investidores, o que se refletiu em aumento dos investimentos. Concomitantemente, a política de constante intervenção no mercado de câmbio dava conta das pressões para a apreciação monetária. Todos esses mecanismos de política econômica, fiscal, cambial ou monetária, agiram em conjunto e foram fundamentais para a contenção do processo inflacionário durante toda a década.

Pode-se afirmar que a taxa de juros da política monetária (TPM) se manteve relativamente alta durante os anos 1990, caracterizando uma política de redução da inflação relativamente “agressiva”, seguindo um objetivo claro de reduzir drasticamente uma taxa de inflação que estava em 27% ao ano em 1990, mas que já havia sido muito mais elevada, chegando a ter três dígitos na década de 1970.

Em termos de efetividade, podemos afirmar que o novo regime foi extremamente bem-sucedido com relação aos fins desejados, vale dizer, a redução da inflação para patamares de países desenvolvidos. Promoveu-se uma redução gradual, mas sustentável, permitindo que o IPC (Índice de Preços ao Consumidor) atingisse 3,4% em 1999. Desde então, o índice inflacionário tem se mantido extremamente estável, oscilando entre 2% e 4% até 2007, quando voltou a subir significativamente, em um contexto de aceleração inflacionária de escala mundial.

O regime de metas inflacionárias não funcionou na sua forma mais plena desde seu início. O convívio com outras metas nominais, tais como o déficit de transações correntes e a taxa de câmbio, tirava parte da autonomia da política monetária. O próprio contexto de forte entrada de capitais gerava instabilidades que impediam uma condução mais autônoma da política monetária. Ao mesmo tempo, é interessante destacar o papel do regime de bandas cambiais e do controle de capitais na criação das condições para a adoção de um regime de metas na sua forma plena mais tarde. Como já dito, a relativa estabilidade cambial conseguida pelo Chile durante a década, em contexto adverso, foi

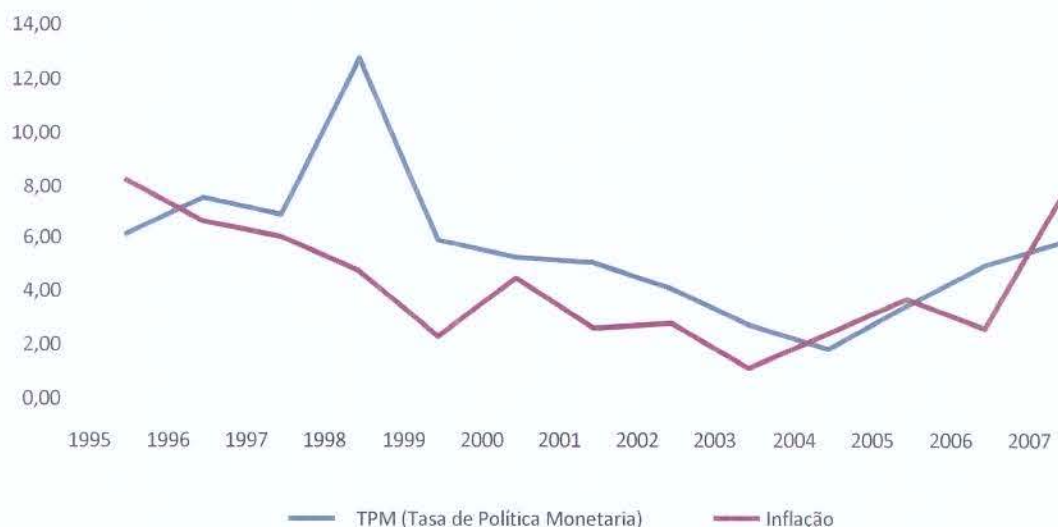
fundamental para que a política monetária pudesse agir no controle da inflação, sobretudo com taxa de juros não tão altas para o padrão latino-americano. No fim da década de 1990, a política cambial já tinha tornado o câmbio estável e com credibilidade suficiente a ponto de poder deixá-lo flutuar livremente, tornando a política monetária mais independente.

No período de convívio com regime de bandas e controle de capitais e a necessidade de perseguir metas para déficit em conta corrente, entendemos que a política de metas atravessou uma espécie de “fase de transição” (1990 – 1999) para depois se tornar um regime pleno e transparente. Somada a falta de independência na execução das políticas monetárias, havia ainda a falta de transparência no sentido de ter uma estratégia de divulgação de informações com relatório regulares, justificativas quanto às políticas adotadas, entre outras.

Somente a partir de 1999 o regime se encontra na sua forma plena e se mantém assim até hoje. Nesse contexto, podemos observar no Gráfico 3 uma diminuição significativa dos patamares da taxa de juros após o choque proporcionado pela crise asiática que forçou o Banco Central a elevar drasticamente a TPM (*tasa de política monetária*) para quase 13% ao ano. Em 2001 a taxa já havia retornado para o patamar antigo de aproximadamente 6,5%. Para se ter uma idéia, ela chegou a estar em 1,75% em meados de 2003 reflexo tanto de uma tentativa de recuperar o ritmo de crescimento econômico da década anterior como da conjuntura de ampla liquidez internacional sem pressões inflacionárias significativas. Em fins de 2007 a taxa tem se mantido na média de 5%, mas já mostra uma tendência de nova alta frente a um novo aumento do processo inflacionário.

Como podemos observar, a TPM, que se configura no principal instrumento da política monetária, teve grandes variações durante o período analisado. Não só agindo em favor do controle da inflação, mas também se adequando aos diferentes contextos econômicos. Durante a crise asiática, por exemplo, a TPM foi recorde, chegando a 12,75% ao ano, visando diminuir a fuga de capitais externos. Já no período pós crise, com a predominância do baixo crescimento, reduziu-se a taxa de juros a patamares inéditos, tal como em 2004 em que se chegou a um patamar de 1,8% ao ano durante quase todo o ano.

Gráfico 3 – Evolução da Taxa de Política Monetária (TPM) e do IPC (Índice de Preços ao Consumidor) no Chile (1995 - 2007)



Fonte: elaboração própria a partir de dados da CEPAL e do Banco Central do Chile

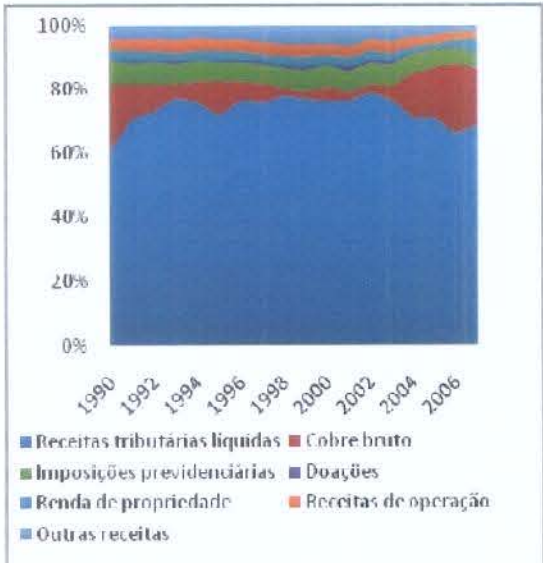
Deve-se deixar claro que a determinação da TPM leva em conta o atingimento da meta pré fixada pelo próprio Banco Central. Por sua vez, a definição dessa meta e o modo como atingi-la ocorre levando em conta uma série de variáveis, tais como a diferença entre o PIB potencial e o PIB observado, a taxa de câmbio, o gasto agregado e a renda agregada, o estágio do ciclo econômico, entre outros. Isso quer dizer que há uma série de fatores que interferem na condução da política monetária e que devem ser considerados no momento de decidir qual a meta a ser alcançada e, após esta ser definida, há de ser fazer diversas ponderações para que seja decidido pela redução, manutenção ou elevação da taxa de juros. No período em que a economia chilena atravessou um forte crescimento de sua atividade econômica (1990 – 1997), as autoridades levaram em conta as maiores pressões inflacionárias que poderiam surgir desse aquecimento e, por isso, mantiveram a TPM relativamente elevada. Já no contexto da crise asiática, por mais que a economia estivesse passando por um claro momento de desaceleração, optou-se inicialmente por elevar drasticamente a taxa de juros visando nem mesmo conter um processo inflacionário, que de fato não vinha ocorrendo (ver Gráfico 3), mas sim, ajustar uma economia que vinha de um forte ciclo expansivo e, ao mesmo tempo, diminuir a fuga de capitais do país. Depois de realizado o ajuste e amenizada a fuga de divisas, preocupou-se com a recessão econômica, o que levou o Banco Central cortar seguidamente a TPM.

Concluindo, a política monetária e seu principal instrumento, vale dizer, a TPM, atuam no combate a inflação, uma vez que a estabilidade de preços é reconhecidamente seu principal objetivo. Entretanto, ao se traçar e perseguir uma meta, outros fatores estão envolvidos e são considerados, como o crescimento da economia, a taxa de câmbio, a atração de divisas e assim por diante. A política monetária de metas de inflação deve levar em conta todo o cenário econômico nacional e mundial para atingir seus objetivos. Pode-se afirmar que um grande mérito das autoridades monetárias chilenas foi ter essa percepção, ao conseguir aliar redução da inflação, estabilidade macroeconômica e crescimento.

1.4. Política Fiscal

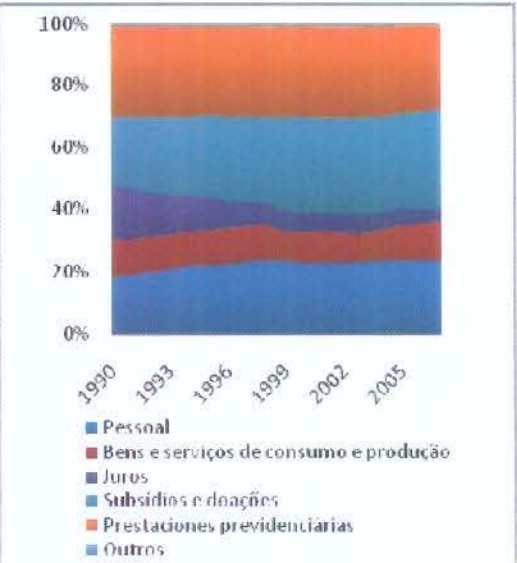
O principal mérito da política fiscal foi a de compreender e tentar tirar proveito da melhor maneira possível do principal setor produtivo da economia chilena: a mineração. Há uma grande vinculação das receitas fiscais aos produtos exportados da mineração, sobretudo o cobre. O Estado, através da Codelco, capta grande parte das receitas do cobre. Os Gráficos abaixo dão um panorama interessante das origens e despesas fiscais do governo chileno. O Gráfico 4 traz a origem das receitas do Governo Central enquanto o Gráfico 5 mostra o destino das despesas.

Gráfico 4 – Receitas



Fonte: Dipres – Dirección de Presupuestos

Gráfico 5 – Despesas



Fonte: Dipres – Dirección de Presupuestos

Cabe destacar os seguintes pontos com relação às finanças públicas chilenas. Primeiro, a grande queda da dívida pública (Gráfico 6), reduziu a parcela reservada para pagamento de juros nas despesas do governo. Com relação às receitas, cabe destacar novamente a importante e crescente participação do cobre, sobretudo a partir de 2004.

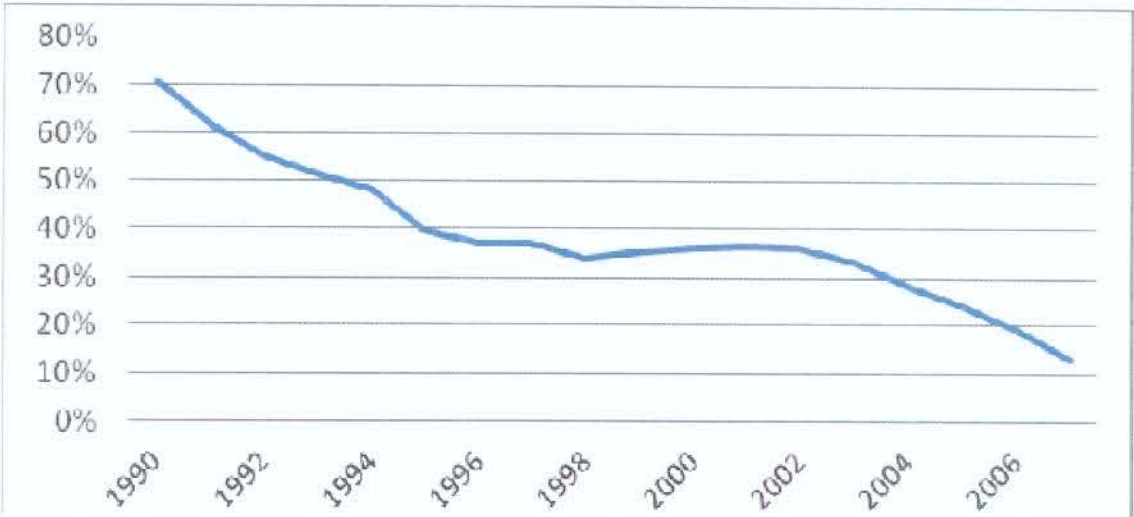
Uma vez que os preços internacionais dos produtos advindos da mineração estão sempre sujeitos a oscilações significativas, adotou-se um regime de meta de superávit fiscal estrutural de 1% do PIB que leva em conta os preços de referência dos produtos exportados. Nesse contexto de volatilidade de preços que, conseqüentemente traria volatilidade considerável para as próprias receitas fiscais, o governo adotou uma política fiscal anticíclica eficiente.

Grosso modo, essa inovação de política econômica, apontada por Ocampo (2007) como uma tendência recente para as economias da América Latina, funcionava da seguinte maneira. Nos períodos de preços altos e bonança, os recursos excedentes advindos do cobre eram aplicados em um fundo de estabilização, criado em 1987 e denominado Fundo de Estabilização do Cobre (FEC). Por sua vez, em períodos de retração, os recursos acumulados no fundo (ou parte deles) eram internalizados. Trata-se de um mecanismo de extrema importância que afeta a economia como um todo, pois procura diminuir as oscilações nas atividades econômicas e no emprego.

Em termos de política cambial, por exemplo, a utilização de políticas anticíclicas por meio do FEC colaborava significativamente para a manutenção de uma taxa de câmbio competitiva. Como se sabe, durante a década de 1990, um grande volume de capitais entrou no país e sua absorção, pelo fundo, foi importante no sentido de diminuir a pressão para a valorização cambial. Já em termos de política monetária e controle de inflação, o Fundo ajudou a conter o excesso de liquidez da economia. Ademais, o Fundo auxiliou a lidar de maneira exemplar com o manejo da dívida pública, que foi satisfatoriamente reduzida durante toda a década e possibilitou ao governo uma maior independência na execução da política monetária, uma vez que o pagamento de juros já não era mais problema. Aliás, como podemos ver no Gráfico 6, a redução da dívida consolidada do Governo e do Banco Central (dívida externa mais interna sobre o PIB) foi excepcional e o equilíbrio fiscal resultante de políticas fiscais anticíclicas foi

fundamental não só para o desempenho da política monetária, como também facilitou a passagem do regime de câmbio de bandas deslizantes para o câmbio flutuante.

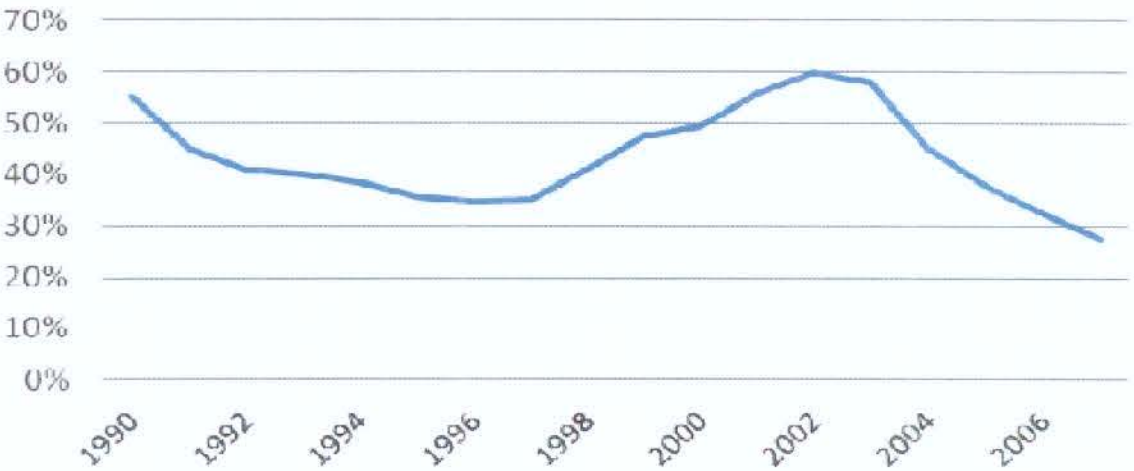
Gráfico 6 – Dívida consolidada bruta do Governo Central e Banco Central do Chile/PIB (externa e interna)



Fonte: Cestarolli, 2008.

Ao analisar unicamente a dívida externa, observamos que esta é predominantemente privada (75% do total). Em termos de sua evolução no período desse estudo, reparamos oscilações claramente definidas. Verificamos um movimento de queda até a crise asiática, em 1998, quando a dívida externa volta a se elevar, até que em 2003 a mesma retoma sua antiga trajetória de queda, voltando para os patamares de antes da crise. O Gráfico 7 mostra essa evolução.

Gráfico 7 – Evolução da dívida externa total em relação ao PIB



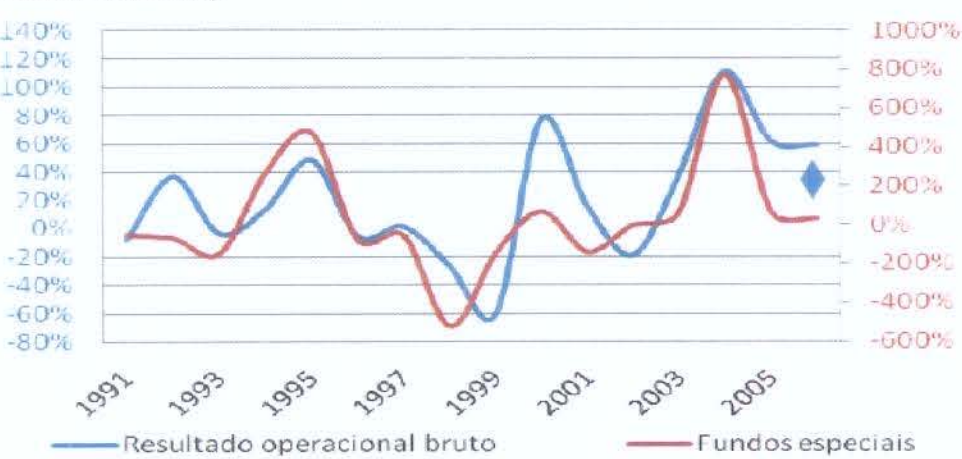
Fonte: Cestarolli, 2008.

Vale ressaltar que a baixa relação da dívida em relação ao PIB (Produto Interno Bruto) facilita a condução da política monetária, permitindo taxas de juros mais baixas.

Como já foi enfatizado, ao pensar em política fiscal no Chile temos de levar em conta a existência do cobre, que nada mais foi do que um dos grandes responsáveis pelo bem-sucedido ajuste do fim da década de 1980 (Tavares, 1996) e continuou sendo indispensável para o sucesso da política macroeconômica chilena e sua opção de crescer via exportação de bens primários. Nesse contexto, o Fundo de Estabilização do Cobre surgiu em 1987 para diminuir a correlação entre as receitas e gastos públicos com o ciclo de preços do cobre¹. O Gráfico 8 mostra a evolução dos recursos do Fundo entre 1990 e 2007.

Torna-se interessante analisar como os recursos do Fundo são utilizados, de acordo com cada conjuntura. Enquanto na primeira metade da década de 1990, os aportes ao FEC eram crescentes diante do crescimento econômico acelerado e do alto preço do cobre no mercado internacional, a partir de 1998, quando os efeitos da crise asiática começam a ser sentidos, o processo se reverte, ou seja, passa-se a utilizar um grande volume do Fundo para compensar a escassez de liquidez na economia e o baixo preço do cobre. Esse é o espírito da chamada política anticíclica e o Chile foi um dos pioneiros a adotá-la entre os países da América Latina.

Gráfico 8 – Evolução dos recursos do Cobre no FEC (variação do fluxo em relação ao ano anterior)



Fonte: Cestarolli, 2008.

¹ Cabe ressaltar a criação também de um Fundo de Estabilização do Petróleo, que ajudava a diminuir os impactos das grandes oscilações do preço internacional do petróleo no mercado interno.

Por fim, cabe verificar a variação no volume das reservas internacionais do Banco Central chileno. O Gráfico 9 explicita essa evolução.

Gráfico 9 – Evolução do volume de reservas internacionais do Banco Central do Chile entre 1990 e 2007 (US\$ milhões).



Fonte: elaboração própria a partir de dados do Banco Central do Chile

Como podemos verificar, houve um estrondoso crescimento do volume de reservas internacionais, estratégia que também vem sendo adotada em outros países latino-americanos como uma forma de se proteger das oscilações da liquidez do mercado internacional e também como uma forma de intervir no mercado de câmbio comprando e vendendo dólares e, conseqüentemente, influenciando na cotação da moeda local. Desse modo, o acúmulo de reservas pode ser também considerado uma política anticíclica importante.

Segundo Ffrench-Davis (2004), a política fiscal do Chile no período estudado pode ser caracterizada como responsável e efetiva. Isso porque conseguiu elevar sua arrecadação de forma considerável, como resultado da reforma tributária de 1990, da forte expansão da capacidade produtiva e das importações, de um preço do cobre alto por quase todo o período e devido a uma redução substancial da evasão fiscal. Dessa maneira, conseguiu elevar satisfatoriamente o gasto público, em particular o social e, ao mesmo tempo, dobrar a poupança do governo central durante a década.

II – Desempenho da Economia do Chile (1990 – 2007)

Uma vez entendida como se deu a articulação das políticas fiscal, monetária e cambial, cabe verificar de forma mais detalhada como as mesmas se refletiram no desempenho da economia chilena durante todo o período compreendido nesse trabalho.

Na primeira subseção, verificaremos o desempenho econômico entre 1990 e 2007 partindo da análise da variação do PIB (Produto Interno Bruto) e dos indicadores diretamente ligados a ele, tais como o consumo (do governo e privado) e o investimento (formação bruta de capital fixo), destacando também o desempenho dos setores mais importantes para o crescimento econômico. Logo em seguida, passaremos a analisar o comportamento do setor externo (importações e exportações), verificando, sobretudo, os setores exportadores mais importantes, uma vez já destacado anteriormente o papel das exportações como principal motor do crescimento da economia do Chile. Na última subseção, dedicaremos atenção aos índices de inflação, emprego e salários.

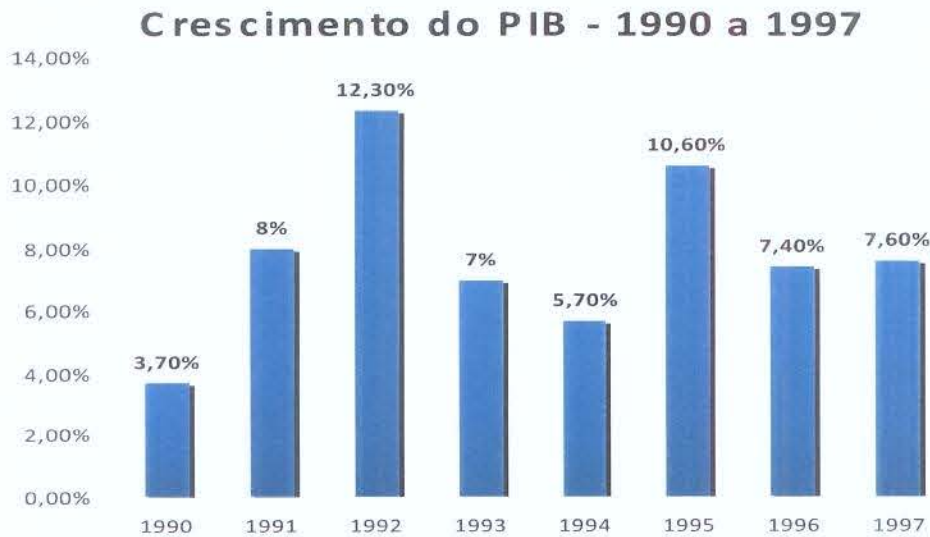
2.1. Atividade Econômica

Pareceu oportuno dividir a análise da atividade econômica chilena em dois sub-períodos. O primeiro corte se estende de 1990 a 1997, ou seja, inicia-se com o governo democrático e se encerra antes do estouro da crise asiática. O segundo período, portanto, estende-se de 1998, quando a economia chilena sente os primeiros sinais de desaceleração, até 2007. O Gráfico 10 explicita as taxas anuais de variação do PIB (Produto Interno Bruto) ao longo do primeiro período.

Pelo Gráfico 10, podemos ver o quanto aquecida esteve a economia chilena ao longo de grande parte da década de 1990. Após crescimento moderado de 3,7% em 1990, o país teve uma sequência muito boa de crescimento do PIB por sete anos consecutivos. Em 1992, o Chile chegou a crescer 12,3%. Em linhas gerais, podemos afirmar que o crescimento econômico se deu, em grande parte, graças ao excelente contexto econômico internacional da época, de grande liquidez e disponibilidade de capitais para os países emergentes. Ademais, as políticas de ajuste do final da década de 1980 surtiram efeito e a economia chilena entrou na nova década já extremamente bem

estruturada e em um ótimo nível de crescimento. Portanto, a coerência das políticas econômicas aliada à conjuntura econômica mundial favorável permitiu que o Chile crescesse como nenhum outro país da América Latina neste período. Entre 1990 e 1997, o PIB (Produto Interno Bruto) cresceu numa média de 7,8% ao ano. Nota-se por meio do Anexo 1 que o consumo privado e o investimento interno bruto foram extremamente importantes para esse resultado. O primeiro chegou a ter taxas de crescimento anuais consecutivas entre 10% a 14%. O segundo teve expansão expressiva de mais de 20% tanto em 1992 como em 1993 e um crescimento espetacular em 1995, de mais de 34%. Para se ter idéia, a média anual de crescimento do investimento interno bruto no período posterior (1998 a 2007) foi de apenas 5,5%.

Gráfico 10 – Taxa de Crescimento Anual do PIB do Chile entre 1990 e 1997

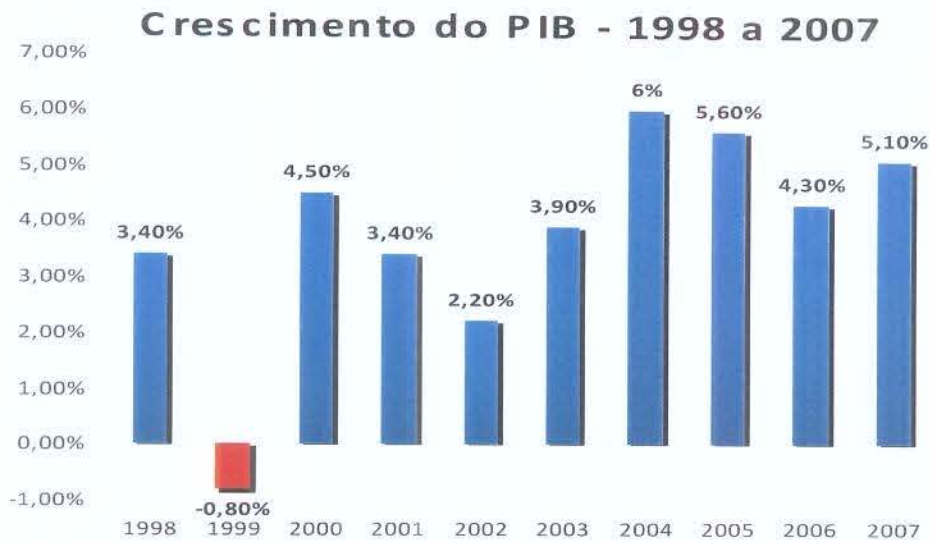


Fonte: Elaboração própria a partir de dados da CEPAL

Como já contemplado em diversos momentos na primeira seção, a partir de outubro de 1997, a economia chilena passou a sentir os efeitos da crise asiática. Os impactos foram de diversas naturezas: desaquecimento da demanda externa, queda drástica do preço do cobre, fuga de capitais, corte dos investimentos. Enfim, a crise se desenrolou atingindo o crescimento da economia chilena como um todo.

Desse modo, com relação ao período compreendido entre 1998 e 2007, o Gráfico 11 elucida a diferença no ritmo do crescimento econômico pós-crise asiática ao compará-lo com o ritmo observado no início da década.

Gráfico 11 – Taxa de Crescimento Anual do PIB do Chile entre 1998 e 2007



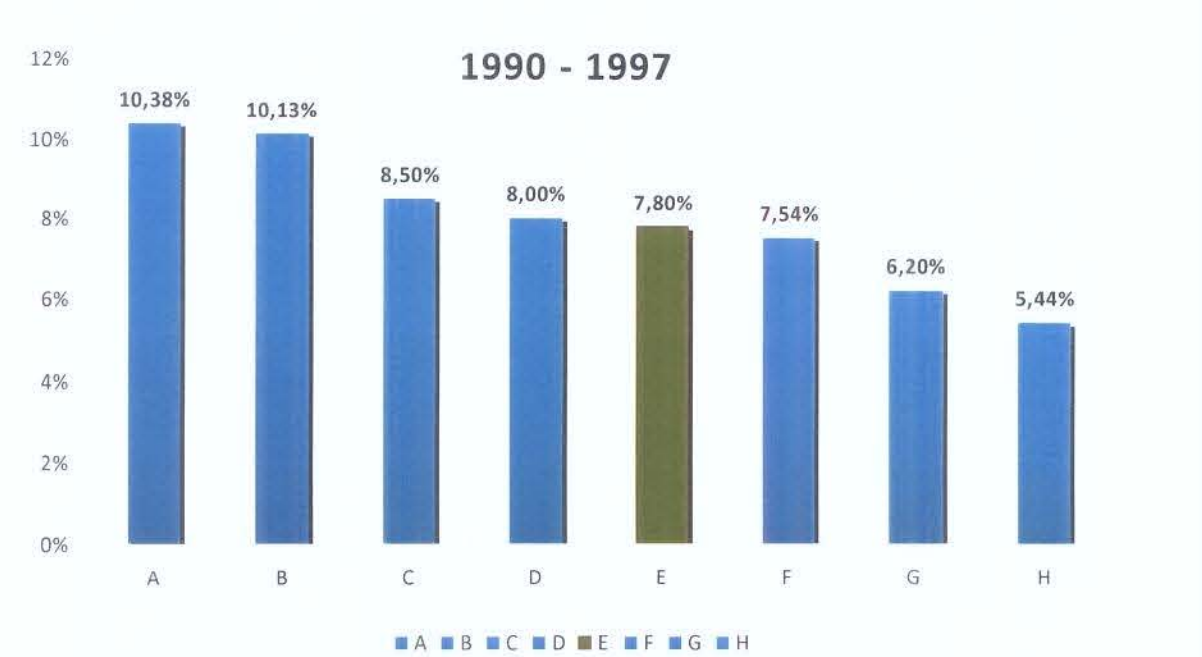
Fonte: Elaboração própria baseada em dados da CEPAL

Percebe-se já uma desaceleração em 1998, quando o PIB (Produto Interno Bruto) cresceu 3,4%. Um desempenho bem inferior se comparado à média da década (7,8%) e ao ano anterior (7,6%). Entretanto, o resultado do ajuste recessivo promovido em 1998 em consequência da crise asiática foi realmente sentido apenas em 1999. Nesse ano, o PIB se contraiu em 0,8%, acompanhando queda no consumo interno, sobretudo privado, além de uma contração brutal do investimento interno bruto, de 20,1% (ver anexo 1). Cabe notar que este último representava 26,6% do PIB em 1997, retraindo-se para apenas 19,9% em 1999. O fato é que o investimento interno bruto jamais conseguir chegar novamente ao pico observado em 1997, oscilando sempre entre 20% e 22% após a crise asiática.

Assim, depois de superado os efeitos da crise, a partir do ano 2000, o Chile passou a ter um crescimento bem mais moderado que o da década passada. O crescimento médio dessa nova década (2000 – 2007) tem sido de aproximadamente 4,5% ao ano. Nada comparado ao crescimento médio anual de 7,8% ocorrido entre 1990 e 1997. A despeito dessa mudança de patamar de aceleração entre uma década e outra, o fato é que a economia chilena apresentou expansão média do PIB (Produto Interno Bruto) de 5,75% entre 1990 e 2007. Trata-se de um crescimento que se destaca em relação aos outros países latino-americanos.

Agora cabe verificar como os diversos setores da economia se comportaram durante o período estudado. Vale dizer, como os mesmos responderam às políticas econômicas implementadas pelo governo e pelo Banco Central e colaboraram para o desempenho do produto chileno. Os gráficos 12 e 13 apontam os setores mais dinâmicos da economia chilena nos dois sub-períodos estudados.

Gráfico 12 – Crescimento médio anual dos setores entre 1990 e 1997



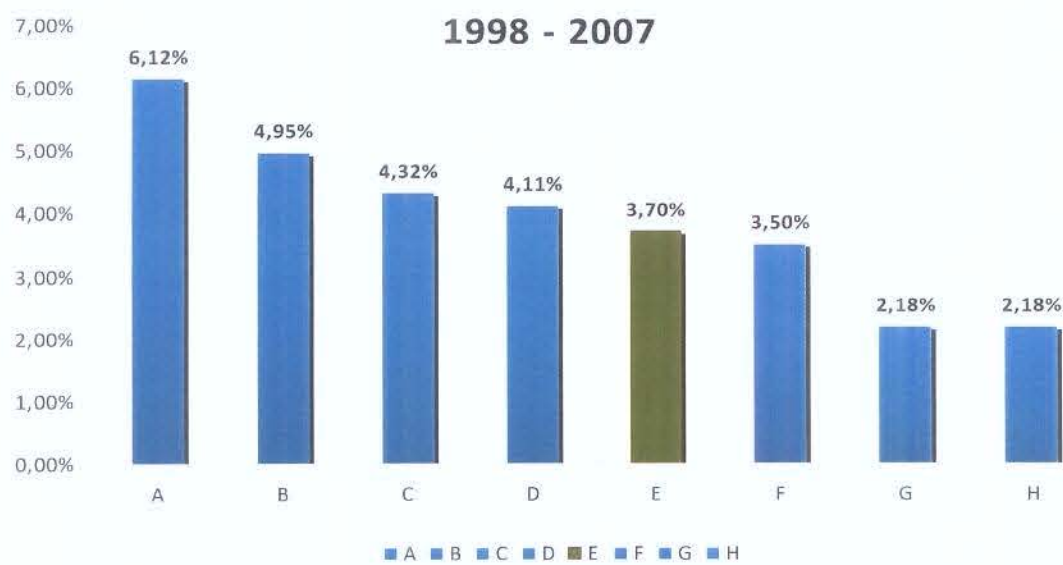
- A – Transportes, armazenamento e comunicações
- B – Comércio, restaurantes e hotéis
- C – Construção
- D – Mineração
- E – Crescimento do PIB (Produto Interno Bruto)
- F – Estabelecimentos financeiros e seguros
- G – Indústria Manufatureira
- H – Agricultura, silvicultura e pesca

Fonte: elaboração própria a partir de dados da CEPAL

O primeiro fato que salta aos olhos é que dos oito setores analisados, todos tiveram um crescimento menor entre 1998 e 2007. Evidentemente, cada setor tem amplitude de impacto diferente sobre o nível de expansão do PIB (Produto Interno Bruto), de acordo com seu tamanho relativo. Nesse sentido, notamos a enorme desaceleração sofrida por setores importantíssimos para o bom desempenho da economia chilena. O setor de mineração (predominantemente de cobre e de subprodutos), por exemplo, teve sua taxa de crescimento média anual reduzida de 8%

entre 1990 e 1997 para 3,5% entre 1998 e 2007. O setor de construção teve desaceleração na sua taxa de crescimento médio de 8,5% para 2,18% ao ano. Enquanto isso a indústria manufatureira desacelerou de 6,2% para 2,76%. Esse desempenho sofrível de setores que sempre foram importantes para puxar o crescimento da economia chilena levou a um crescimento médio do PIB de apenas 3,7% ao ano no segundo período estudado.

Gráfico 13 – Crescimento médio anual dos setores entre 1998 e 2007



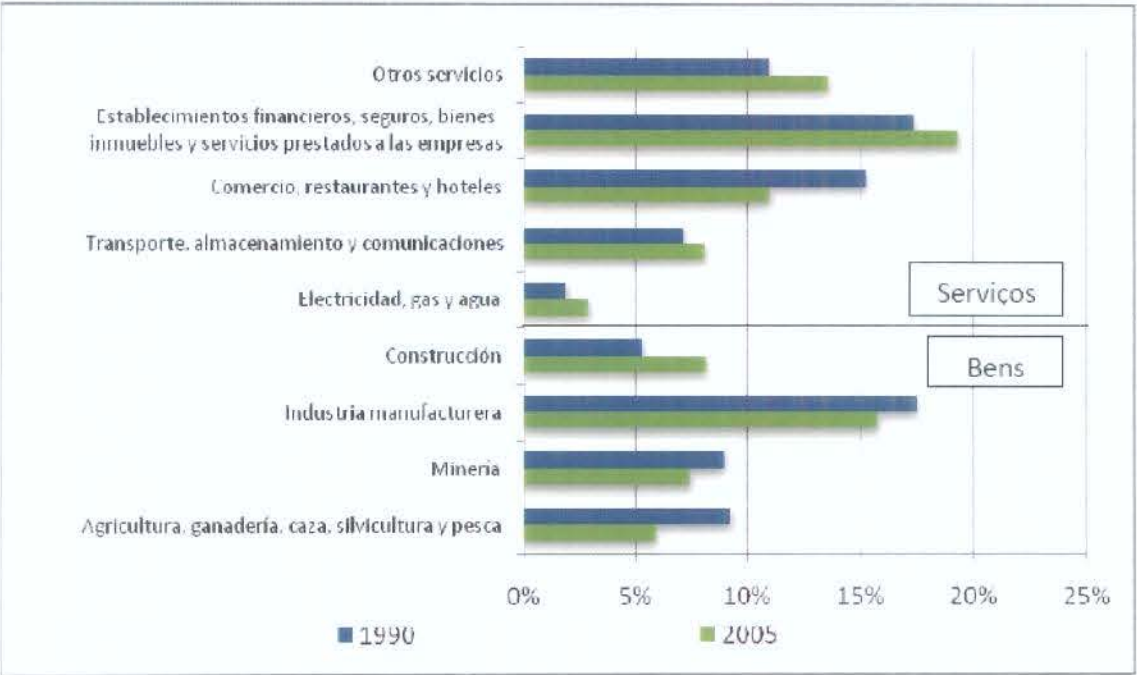
- A – Transportes, armazenamento e comunicações
- B – Agricultura, silvicultura e pesca
- C – Estabelecimentos financeiros e seguros
- D – Comércio, restaurantes e hotéis
- E – Crescimento do PIB (Produto Interno Bruto)
- F – Mineração
- G – Indústria manufatureira
- H – Construção

Fonte: elaboração própria a partir de dados da CEPAL

No Gráfico 14 podemos ver a mudança na participação dos setores no PIB. O setor de mineração perdeu participação, mesmo com a recuperação do preço do cobre entre 2000 e 2007. Setores importantes como da agricultura, pesca, indústria manufatureira e comércio também perderam participação, conforme podemos ver no Gráfico 14. Outros, como a construção civil (apesar da grande desaceleração sofrida no segundo período) e os serviços básicos (eletricidade, gás, água, transportes, etc.) aumentaram sua participação, o que é resultado muito mais da retração dos setores-

chave da economia do que propriamente de um crescimento acima do normal desses setores.

Gráfico 14 – Participação dos setores no PIB (Produto Interno Bruto)



Fonte: Cestarolli (2008)

2.2. Setor Externo

Como já mencionado, a Chile passou por intensas reformas liberais de forma muito precoce, logo no início da década de 1970. Esse processo incluiu uma grande abertura comercial, levando o país a ter o maior grau de abertura entre os mercados da América Latina. Há pontos positivos e negativos na inserção nos mercados internacionais optada pelo Chile. Por um lado, as exportações foram o grande motor do crescimento durante nas últimas duas décadas. Em contrapartida, a liberalização comercial anulou qualquer possibilidade de se desenvolver uma indústria forte de alto ou médio conteúdo tecnológico e de maior valor agregado. Como já mencionado, a opção foi por dar ênfase à formação de uma estrutura produtiva voltada para a exportação de bens primários em detrimento de uma inserção diferenciada, que priorizasse a formação de uma indústria competitiva, tanto no mercado interno como no externo.

2.2.1. Exportações

Nesse contexto, torna-se interessante a análise do atual perfil das exportações e importações chilenas. Em 2006, o Chile exportou um montante de US\$ 56 bilhões. O principal produto da pauta de exportações foi o cobre e seus derivados equivalendo a 37,5% do total exportado. Logo em seguida aparece o molibdênio com participação de 25,5%. Para se ter idéia da importância desses dois produtos, vale ressaltar que em 2006, o primeiro correspondeu a 15,6% do total das exportações mundiais enquanto o segundo correspondeu a quase 15%. Os outros produtos mais relevantes da pauta de exportações são: peixes, crustáceos, moluscos (4,8%); frutas, nozes, pêras e frutas cítricas (4%) e madeira (3,5%).

Repare que se tratam todos de produtos de origem natural e de baixo valor agregado. É bem verdade que o Chile foi capaz de incorporar parte do setor primário ao setor manufatureiro, agregando algum valor à produção, ainda que de maneira bastante restrita. Setores como o agropecuário, frutícola, silvícola, madeireiro e pesqueiro se transformaram nos setores de alimentos congelados, desidratados e em conserva, vinho engarrafado, móveis, entre outros.

Deve-se levar em consideração que o tipo de produto exportado por um país tem influência significativa no seu crescimento econômico. Nas últimas décadas, a demanda internacional por produtos com alto e médio conteúdo tecnológico e alguns produtos de origem natural com maior valor agregado (tais como alguns que o Chile se propôs a exportar) tem crescido muito mais rapidamente do que a demanda por produtos de baixo teor tecnológico, sobretudo os de origem primária com baixo grau de processamento (Palma, 2005). Nesse contexto, entende-se que há certa vulnerabilidade e, sobretudo, uma relativa limitação desse modelo de crescimento baseado na exportação de produtos de baixo valor agregado. O fato é que, por mais que se tenha acrescido valor a alguns produtos primários da pauta de exportação chilena, ainda se depende muito de bens naturais de pouquíssimo valor agregado (se comparado aos bens importados pelo país) e que estão sujeitos a uma volatilidade de demanda alto. O Gráfico 15 mostra os principais países de destino das exportações.

Vemos que o principal destino das exportações chilenas sempre foi a União Européia, mesmo que sua participação relativa tenha diminuído no decorrer do período analisado. Os Estados Unidos, América Latina e Japão foram também importantíssimos

parceiros comerciais. Cabe ressaltar a crescente participação da China como compradora dos produtos chilenos. De uma participação quase desprezível no início da década (0,4% do total das exportações chilenas), o país foi elevando sua participação e, em 2006, já importava 8,9% dos produtos do Chile.

Gráfico 15 – Destino das exportações chilenas entre 1990 e 2006



Fonte: elaboração própria a partir de dados da CEPAL

Os países em questão são grandes consumidores de insumos (a China passou a se destacar como grande importadora de matéria-prima nos últimos anos). Entretanto, a inserção das empresas nos mercados desses países também está relacionada à política comercial, que reuniu significativos esforços (por meio das agências de fomento, por exemplo) no sentido de diversificar a pauta de exportações e, concomitantemente, empenhou-se na constituição de acordos comerciais bilaterais e multilaterais com diversos países e regiões. A título de exemplo, produtos como o salmão vermelho, silvícola de madeira, industrial de móveis, celulose, papel e metanol não são tarifados quando entram nos Estados Unidos (Cestarolli, 2008). Inclusive, criou-se um órgão especial, a DIRECON (Dirección General de Relaciones Económicas Internacionales) para tratar dos acordos comerciais do Chile.

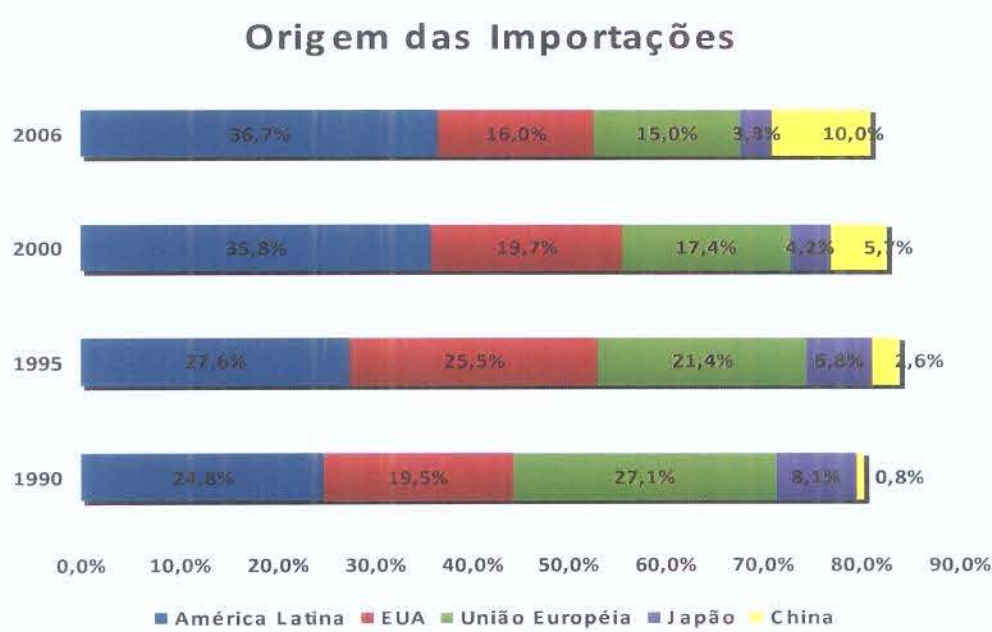
De 1990 até o Chile sentir os efeitos da crise asiática, em 1998, as exportações cresceram, em dólares, em uma média de aproximadamente 11% ao ano. Depois de oscilar entre quedas expressivas e tímidos crescimentos entre 1998 e 2002, as

exportações tiveram uma estrondosa recuperação e têm se elevado bastante nos últimos cinco anos. Em 2004, o valor das exportações foi 54,5% maior que no ano anterior. Em 2005 e 2006, houve taxas de crescimento de 25,1% e 44,7%, respectivamente. Muito desse desempenho esteve relacionado com a melhoria nos termos de troca, devido, sobretudo, à aceleração dos preços das *commodities* no mercado internacional. O Chile e outros países emergentes se beneficiaram bastante nesse contexto. Somente o preço do cobre, principal produto da pauta de exportação do Chile, elevou-se cerca de 300% entre 2000 e 2006.

2.2.2. Importações

O Gráfico 17 mostra a origem das importações para o Chile, entre 1990 e 2007.

Gráfico 17 – Origem das importações chilenas entre 1990 e 2006



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da CEPAL

As importações chilenas em 2006 alcançaram US\$ 30 bilhões (0,28% do total das importações mundiais). Os principais produtos da pauta de importação correspondem a petróleo (21,7%); maquinários (15,3%); veículos (11%); equipamentos elétricos e eletrônicos (8,3%) e plástico e derivados (4%). Fica claro, portanto, a dependência externa com relação à produtos de maior valor agregado, em contraste com

os produtos da pauta de exportação. O Gráfico 17 mostra os países de origem das importações do Chile entre 1990 e 2007.

As importações são cada vez mais advindas de países da América Latina (36,7%), fato explicado pelas vantagens com proporcionadas pelos menores custos com transportes e aos acordos com o Mercosul e outros países da região. A União Européia e o Japão, assim como no caso das exportações, têm diminuído suas respectivas participações durante o período em questão, mas junto com os EUA, mantêm-se como importantes parceiros comerciais devido, entre outros fatores, às vantagens adquiridas com os acordos bilaterais firmados. Por fim, os produtos chineses vêm angariando espaço no mercado chileno, já correspondendo a 10% do total importado em 2006, ante a uma participação de míseros 0,8% em 1990.

2.3. Inflação, Desemprego e Pobreza

Nessa última subseção, verificaremos brevemente como se comportou as taxas de inflação, baseadas no IPC (Índice de Preços ao Consumidor) e faremos uma pequena análise do comportamento do desemprego e da pobreza durante o período estudado.

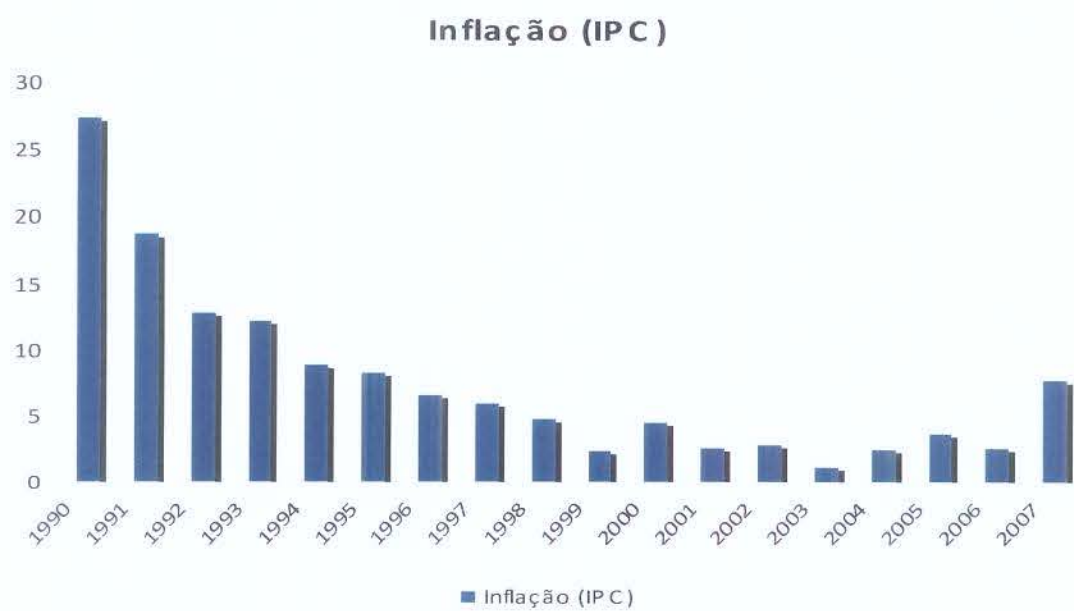
2.3.1. Inflação

Já vimos na primeira seção, na seção sobre a política monetária, alguns dados mostrando um pouco do comportamento da inflação, alvo principal da política monetária, que tem sido baseada em metas. O fato é que o Banco Central realizou com muito sucesso aquilo que se propôs a fazer, ou seja, reduzir a taxa de inflação da economia do Chile, alcançando níveis inflacionários de países desenvolvidos. O Gráfico 18 mostra a evolução anual da taxa de inflação no período estudado.

Como podemos observar, a inflação, que era de mais de 27% em 1990, reduziu-se rapidamente, alcançando patamares almejados há tempos pelas autoridades monetárias chilenas em apenas uma década. Ao final dos anos 1990, o ajuste interno promovido no contexto da crise asiática (forte elevação da taxa de juros, sobretudo em 1998), conteve com ainda mais intensidade a inflação, chegando a 2,3% em 1999. De 2000 até 2006 as taxas de inflação permaneceram extremamente baixas e controladas,

oscilando entre 2% e 4%, chegando a patamares menores, como em 2003 (1,1%). Em 2007 o processo inflacionário voltou a preocupar os atores da política monetária, em um processo que, na realidade, vem ocorrendo em escala mundial. A elevação dos preços tem preocupado autoridades do mundo inteiro. Cabe verificar que no Chile, o aumento dos preços foi elevado, com o IPC (Índice de Preços ao Consumidor) atingindo 7,8%, o mais alto índice de inflação desde 1995.

Gráfico 18 – Evolução da Taxa de Inflação (IPC) no Chile entre 1990 e 2007



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da CEPAL

A despeito das oscilações proporcionadas pela variação no ambiente macroeconômico internacional, pode-se afirmar que a política de metas de inflação tem conseguido uma estabilidade de preços jamais vista no país. O que é de extrema importância para o desenvolvimento do Chile, que passou a ter uma economia estável e um ambiente micro e macroeconômico propício para a elevação dos investimentos e do consumo. O que faz o Chile se constituir no grande paradigma entre os países emergentes, ao conseguir enfrentar a inflação com sucesso, sem abrir mão do crescimento econômico.

2.3.2. Desemprego e Pobreza

Um dos maiores desafios do novo governo democrático foi combater o alto desemprego herdado da década de 1970 e da primeira metade dos anos 1980. Até 1974, o Chile convivia com taxas de desemprego que oscilavam entre 5% e 6,5%. Mas as reformas e políticas do governo militar colaboraram para o agravamento das várias crises que atingiram o país. O enfoque dogmático que imperou sobre a política econômica, ou seja, o neoliberalismo extremado, acentuou a vulnerabilidade da economia frente aos choques externos, principalmente aqueles ocorridos em 1975 e 1982. Entre as consequências das recessões enfrentadas nesse período (1973 – 1985), destaca-se a elevação acelerada da taxa de desemprego, que chegou a 15,7% em 1975. Em 1983, durante a turbulência proporcionada pela crise da dívida, o número de desempregados chegou a 740 mil (19% da força de trabalho). Nesse contexto, programas de emprego de emergência foram colocados em prática, absorvendo pelo menos 500 mil trabalhadores. Segundo Ffrench-Davis (2004), o agravante no período de grande desemprego era o fato de o mesmo atingir, sobretudo, os grupos de menor renda, com carência de um seguro-desemprego, acentuando sobremaneira a desigualdade de renda e a pobreza no país.

Somente a partir de 1985, com o exitoso ajuste promovido na economia e a retomada de um forte crescimento econômico, o índice de desemprego começou a cair consideravelmente, atingindo 7,9% ainda em 1989. O movimento de queda permaneceu até 1998. Podemos afirmar que até 1995, os resultados socioeconômicos das políticas econômicas e sociais adotadas foram extremamente satisfatórios, refletindo-se em um aumento acentuado das remunerações, do salário mínimo, do emprego e do gasto social, em um grande esforço de recuperação em relação às duas décadas anteriores. Entre 1996 e 1998 já se observa uma melhora mais lenta das variáveis citadas, apesar de os indicadores socioeconômicos continuarem progredindo. Entretanto, a prosperidade foi abalada com a crise mundial iniciada na Rússia e na Ásia e, a partir de 1999, o desemprego voltou a se elevar, assim como a pobreza e a desigualdade. O gráfico 19 mostra a evolução da taxa de desemprego desde 1986.

Gráfico 19 – Taxa de Desemprego no Chile entre 1986 e 2007



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Banco Central do Chile.

É importante entender que a partir de década de 1990, percebe-se que o Estado chileno passou a ter uma preocupação muito maior no combate a desigualdade e pobreza. Adotou-se a idéia de que, junto com os esforços para conseguir um equilíbrio macroeconômico, era necessário perseguir também o equilíbrio social. Nesse momento surge a proposta de “*crecimiento con equidad*” (Ffrench-Davis, 1999), que norteou as políticas socioeconômicas a partir dos anos 1990, contribuindo para a melhora das condições de vida da população chilena.

Conclusão

Logo no início desse trabalho atentamos para a escolha feita pelo Chile quanto à sua inserção na economia mundial. Esta parece ter sido feita na fase que Ffrench-Davis (2004) definiu como a “segunda reforma comercial” (1982 – 1989). Nessa fase, predominava a tentativa de superar os efeitos da crise da dívida externa, que afetou fortemente a economia chilena. Entende-se que este foi um momento-chave, pois foi a naquele momento que as autoridades chilenas escolheram dar ênfase à formação de uma estrutura produtiva voltada para o fomento das exportações de bens primários, em detrimento de uma inserção diferenciada, que promovesse o desenvolvimento de uma indústria nacional forte, que atendesse tanto os anseios do mercado interno por produtos com maior teor tecnológico como também livrasse o Chile da vulnerabilidade de se exportar apenas produtos de origem natural e baixo valor agregado.

O fato é que as políticas macroeconômicas dos governos democráticos que se seguiram a partir de 1990 se orientaram a partir desse modelo de crescimento. Em termos de política cambial, por exemplo, entendeu-se que era preciso intervir constantemente no mercado de câmbio a fim de manter a moeda relativamente depreciada, tornando os produtos chilenos competitivos no mercado internacional. O que podemos afirmar é que, uma vez escolhido o modelo de crescimento, as políticas fiscal, monetária e cambial atuaram de forma coerente de modo a possibilitar o atingimento dos objetivos. Entende-se que essa articulação entre as políticas foi fundamental para o excelente desempenho da economia do Chile, sobretudo na década de 1990.

Entretanto, o desempenho econômico nos últimos cinco anos tem dado margem para o surgimento de críticas em relação ao modelo de crescimento adotado pelo país. As taxas de crescimento passaram a ser bem menores que na década passada, apontando para um possível esgotamento dos efeitos dinâmicos das exportações de recursos naturais (Palma, 2004). E isso vem ocorrendo a despeito do enorme ganho dos termos de troca, ou seja, em um contexto de *boom* dos preços das commodities no mercado internacional que, teoricamente seria extremamente benéfico para a economia chilena a

ponto de levá-la a taxas de crescimentos semelhantes, ou até maiores, que as ocorridas na década de 1990.

Podemos então concluir que entre 1990 e 2007 há dois momentos distintos com relação às políticas macroeconômicas e ao desempenho da economia. Até o estouro da crise asiática, articulou-se um conjunto de políticas de forma extremamente coerente e eficaz e se atingiu de forma bastante satisfatória os principais objetivos estabelecidos, podendo citar o fomento das exportações, a redução drástica da inflação, a diminuição das dívidas pública e externa, a maior estabilidade macroeconômica (com o acúmulo de reservas internacionais, a estabilidade do câmbio e o controle de capitais, etc.) e a diminuição da pobreza e do desemprego (reflexo do maior crescimento da economia e dos maiores gastos sociais). Em contrapartida, após a crise asiática, o crescimento passou a se bem mais modesto, reflexo tanto de mudanças na condução da política macroeconômicas como também do esgotamento de um modelo de crescimento que já nasceu com prazo de validade, por se basear demasiadamente nas exportações de bens primários.

Entre as mudanças, cabe ressaltar o abandono de uma política cambial ativa, com a adoção do regime de câmbio flutuante e o fim do controle de capitais. Nesse contexto, a grande liberdade dos fluxos de capitais ampliou a margem de especulação e, simultaneamente, dificultou a gestão da taxa de câmbio como mecanismo para se defender a competitividade e a renda interna dos exportadores em moeda nacional (o Gráfico 3 mostra a clara tendência de valorização da taxa de câmbio nominal desde 2003). A título de exemplo, o Chile realizou, no período recente, operações de *carry trade* com o Brasil, ou seja, captavam com taxas de juros menores, para aplicar no Brasil, que possui taxas de juros mais altas e com perspectiva de valorização cambial. Isso demonstra a crescente dificuldade em adotar políticas mais reguladas como as promovidas pelo Chile durante a década de 1990. A desregulamentação dos mercados e a necessidade de liberdade para operar dos agentes tornaram difícil a condução de políticas que protegiam a economia chilena de movimentos especulativos e davam maior possibilidade às autoridades de atingir os objetivos de política econômica.

Outra observação pertinente se trata da crescente participação de empresas privadas na exploração do cobre. Esse fato tem sido prejudicial em termos fiscais para o

país, uma vez que, como vimos, a renda do cobre é uma das mais importantes entre as receitas do governo central.

Enfim, mesmo com a desaceleração de sua economia na década atual, o Chile continuou sendo o país com a melhor média de crescimento entre os países latino-americanos entre 1990 e 2007. Não há dúvidas de que, dentro do que foi proposto a partir de meados dos anos 1980, as autoridades foram capazes de conduzir exemplarmente a política macroeconômica, conseguindo aliar acelerado crescimento econômico e redução da inflação. O desafio agora é extrapolar os limites de um modelo de crescimento que parece estar se esgotando e, talvez, rever algumas das políticas macroeconômicas a fim de se adaptar à nova realidade da economia mundial.

Bibliografia

CINTRA, Marcos Antonio Macedo. *Uma visão crítica da teoria da repressão financeira* Campinas: Editora UNICAMP (1999).

CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe), Naciones Unidas. *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe*, Santiago: CEPAL 2006.

CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe), Naciones Unidas. *Estudio Económico de América Latina y el Caribe*, 1998 –1999; 1999 –2000; 2000 – 2001; 2001 – 2002; 2002 – 2003; 2003 – 2004; 2004 – 2005; 2005 – 2006; 2006 – 2007; 2007 – 2008.

CESTAROLLI, Nicolas Viedma. *Economia chilena: a articulação entre as políticas fiscal, monetária e cambial*. Iniciação Científica. PIBIC/CNPq. Campinas. 2008.

CUNHA, Patrícia Helena, *A transição do regime de bandas cambiais para o regime de taxas de câmbio flutuante: a experiência do Chile nos anos 90*, São Paulo: PUC/SP, FEA/ Departamento de Economia, 2006.

CUNHA, Patrícia Helena ; GALA, Paulo, *Do populismo cambial ao Real Exchange Rate Targeting: a evolução da política cambial no Chile de 1970 a 1999*, 2006.

FFRENCH-DAVIS, Ricardo, *Entre el neoliberalismo y el crecimiento con equidad: tres décadas de política económica en Chile*, Buenos Aires: Siglo veintiuno editores Argentina (2004).

MEDEIROS, Carlos Aguiar, *A Economia Política da Integração Financeira e da Privatização na América Latina* (mimeo), Rio de Janeiro: UFRJ/Instituto de Economia.

MORANDÉ, F.(2001) "Exchange rate policy in Chile: recent experience", paper prepared for the Conference "Exchange Rate Regimes: hard peg or free floating?" organized by IMF Institute on March 19-20, 27p.

OCAMPO, José Antônio, *La Macroeconomía de la Bonanza Económica latinoamericana*. Revista de la Cepal, número 93, 2007

PALMA, Gabriel (2004), *Gansos Voadores e Patos Vulneráveis* In: FIORI, José Luis (org). O poder Americano p.339 Petrópolis: Ed. Vozes.

PINTO, Aníbal, *Chile: un caso de desarrollo frustrado* 3a ed. Santiago de Chile: editorial Universitaria, 1973.

TAVARES, M. C, (Dês)ajuste global e modernização conservadora. São Paulo. Ed. Paz e Terra. 1996

Sites: www.cepal.org

www.bcentral.cl

Anexo 1

Principais Indicadores Econômicos (1990 a 1998)

Fonte: CEPAL – Estudio Económico de América Latina y El Caribe – 1998-1999

Cuadro 1
CHILE: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998 ^a
Tasas anuales de variación ^b									
Crecimiento e inversión									
Producto interno bruto	3.7	8.0	12.3	7.0	5.7	10.6	7.4	7.6	3.4
Producto interno bruto por habitante	2.0	6.2	10.4	5.2	4.0	8.9	5.9	6.1	2.0
Producto interno bruto sectorial									
Bienes	3.8	5.3	8.8	6.8	5.0	8.1	6.3	5.4	0.9
Servicios básicos	3.9	12.4	19.8	5.6	5.6	12.9	8.3	11.6	9.8
Otros servicios	3.0	8.7	11.2	5.8	5.1	9.3	6.9	7.3	4.1
Consumo	2.0	8.2	12.7	7.0	7.4	9.2	8.8	8.0	3.5
Gobierno general	0.8	3.6	5.6	4.3	1.9	4.2	4.0	5.1	3.9
Privado	2.2	8.9	13.8	7.4	8.2	9.8	9.4	8.3	3.5
Inversión interna bruta	5.4	0.7	21.8	21.1	0.8	34.2	5.9	11.5	-1.4
Exportaciones de bienes y servicios	8.6	12.4	13.9	3.5	11.6	11.0	11.8	10.1	5.9
Importaciones de bienes y servicios	5.8	7.0	21.8	14.2	10.1	25.0	11.8	12.9	2.1
Porcentajes del PIB ^c									
Ingreso nacional bruto	93.1	93.2	93.3	92.3	93.3	96.3	92.1	92.6	90.3
Inversión interna bruta	19.7	18.4	19.9	22.7	21.5	25.8	25.7	26.6	25.5
Ahorro nacional	18.7	18.2	18.0	17.9	18.7	23.6	20.3	21.0	19.1
Ahorro externo	1.1	0.2	1.9	4.8	2.8	2.1	5.4	5.6	6.3
Porcentajes									
Empleo y salarios									
Tasa de actividad ^d	52.6	52.7	53.2	55.2	55.4	54.8	54.2	54.2	54.4
Tasa de desempleo abierto ^e	7.8	8.2	6.7	6.5	7.8	7.4	6.4	6.1	6.4
Remuneración media real (índice 1995=100)	80.9	84.9	88.7	91.8	96.1	100.0	104.1	106.6	109.5
Tasas de variación									
Precios (diciembre a diciembre)									
Precios al consumidor	27.3	18.7	12.7	12.2	8.9	8.2	6.6	6.0	4.7
Precios al por mayor	25.7	16.5	8.9	6.7	7.8	8.2	3.1	1.9	0.3
Sector externo									
Relación de precios del intercambio (índice 1995=100) ^c	83.2	83.2	82.1	75.3	87.1	100.0	83.4	86.6	74.8
Tipo de cambio nominal (pesos por dólar)	305	349	363	404	420	397	412	419	460
Tipo de cambio real efectivo de las importaciones (índice 1995=100)	112.1	111.8	108.1	110.1	106.3	100.0	96.4	90.0	92.4
Millones de dólares									
Balanza de pagos									
Cuenta corriente	-485	-99	-958	-2 554	-1 585	-1 398	-3 744	-4 057	-4 548
Balanza comercial de bienes y servicios	1 055	1 518	545	-1 217	583	1 020	-1 448	-1 610	-2 820
Exportaciones	10 221	11 069	12 365	11 709	14 444	19 234	18 771	20 608	18 755
Importaciones	9 166	9 551	11 820	12 926	13 861	18 214	20 219	22 219	21 575
Cuentas de capital y financiera ^f	2 808	1 355	3 505	2 984	4 736	2 456	6 249	7 242	2 409
Balance global	2 323	1 257	2 546	430	3 151	1 058	2 505	3 185	-2 140
Variación activos de reserva (-significa aumento)	-2 121	-1 049	-2 344	-173	-2 919	-741	-1 107	-3 185	2 140
Porcentajes									
Endeudamiento externo									
Deuda bruta (del PIB)	57.5	47.2	43.6	43.1	42.2	33.3	33.5	35.2	43.2
Intereses netos (de las exportaciones) ^g	13.2	9.5	7.1	6.1	4.3	3.1	3.4	2.6	3.4

Cuadro 1 (conclusión)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998 ^a
Porcentajes del PIB									
Sector público no financiero									
Ingresos corrientes				35.3	33.0	31.4	32.1	31.1	30.3
Gastos corrientes				28.8	27.2	24.9	25.2	25.0	25.6
Ahorro				6.5	5.8	6.5	6.9	6.1	4.7
Gastos de capital (netos)				4.5	3.8	4.0	5.1	5.3	5.4
Resultado financiero				2.0	2.0	2.5	1.8	0.8	-0.7
Tasas de variación^h									
Moneda y crédito									
Balance monetario del sistema monetario									
Reservas internacionales netas	124.6	34.8	62.8	17.8	22.5	13.3	8.3	14.5	-9.8
Crédito interno neto	-10.8	36.2	-19.4	39.7	-4.0	59.9	32.3	31.3	217.5
Al sector público	18.6	14.3	-2.9	11.8	-17.4	1.6	-13.7	-9.4	-31.6
Al sector privado	16.1	22.4	37.0	30.2	12.8	28.8	18.0	13.6	63.2
Dinero (M1)	27.0	39.7	21.2	29.2	-2.9	14.8	-7.8	97.9	-2.0
Depósitos de ahorro y a plazo en moneda nacional	32.0	36.9	32.4	22.5	22.6	32.9	24.0	10.7	...
M2	30.8	37.6	29.7	24.0	16.8	29.4	18.6	22.1	78.8
Depósitos en dólares	28.7	23.2	-17.2	31.3	-20.7	-7.3	-9.9	6.2	...
Tasas anuales									
Tasas de interés real (anualizadas, %)									
Pasivas	10.4	3.1	5.0	5.3	5.7	5.1	6.4	5.6	9.5
Activas	17.1	8.4	10.0	10.8	10.4	9.2	10.1	9.0	14.5
Tasa de interés equivalente en moneda extranjera ⁱ	24.0	10.2	16.5	5.9	22.2	14.9	10.0	8.6	6.6

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

^a Cifras preliminares.^b Sobre la base de pesos a precios constantes de 1986.^c Sobre la base de dólares a precios constantes de 1995.^d Porcentajes de la población en edad de trabajar.^e Porcentajes de la población económicamente activa.^f Incluye Errores y omisiones.^g Se refiere a los intereses netos de la balanza de pagos sobre las exportaciones de bienes y servicios.^h Por cambios en la metodología, los valores de 1998 no son estrictamente comparables con los anteriores.ⁱ Tasa de interés pasiva deflactada por la variación del tipo de cambio.

Anexo 2

Principais Indicadores Econômicos (1999 a 2007)

Fonte: CEPAL – Estudio Económico de América Latina y El Caribe – 2007-2008

Cuadro 1
CHILE: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 ^a
Tasas anuales de variación ^b									
Producto interno bruto total	-0,8	4,5	3,4	2,2	3,9	6,0	5,6	4,3	5,1
Producto interno bruto por habitante	-2,0	3,2	2,2	1,0	2,8	4,9	4,5	3,3	4,0
Producto interno bruto sectorial									
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	0,8	6,6	7,5	6,8	2,6	11,0	7,0	1,9	3,0
Minería	10,6	3,2	5,7	-4,2	5,5	6,1	-3,9	0,0	3,7
Industria manufacturera	-0,5	4,9	0,6	1,9	3,3	7,0	6,0	3,6	2,5
Electricidad, gas y agua	-4,7	9,5	1,5	3,3	4,3	2,8	3,0	7,7	-10,7
Construcción	-9,9	-0,7	4,1	2,5	4,3	3,2	10,1	3,8	8,3
Comercio al por mayor y al por menor, restaurantes y hoteles	-4,4	4,4	2,6	0,9	4,9	7,3	8,5	6,9	6,5
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	0,8	8,6	7,4	5,3	5,8	5,5	6,9	6,5	7,8
Establecimientos financieros, seguros, bienes inmuebles y servicios prestados a las empresas	0,5	4,0	3,0	2,8	2,8	6,4	7,0	5,0	6,7
Servicios comunales, sociales y personales	3,0	2,3	2,1	2,2	2,1	2,6	3,3	3,2	3,7
Producto interno bruto por tipo de gasto									
Consumo	-0,4	3,6	2,9	2,5	4,0	7,0	7,1	6,4	7,4
Gobierno general	2,7	3,0	2,9	3,1	2,4	6,1	5,9	5,8	5,8
Privado	-1,0	3,7	2,9	2,4	4,2	7,2	7,4	6,5	7,7
Inversión interna bruta	-20,1	14,0	0,8	2,2	7,8	9,0	21,7	6,3	9,1
Exportaciones de bienes y servicios	7,3	5,1	7,2	1,6	6,5	13,3	4,3	5,5	7,8
Importaciones de bienes y servicios	-9,5	10,1	4,1	2,3	9,7	16,4	17,2	10,5	14,3
Porcentajes del PIB									
Inversión y ahorro ^c									
Inversión interna bruta	19,9	21,1	21,1	20,7	21,1	20,0	22,2	20,5	21,1
Ahorro nacional	20,1	19,9	19,5	19,9	20,1	22,2	23,4	25,2	25,5
Ahorro externo	-0,1	1,2	1,6	0,9	1,1	-2,2	-1,2	-4,7	-4,4
Millones de dólares									
Balanza de pagos									
Balanza de cuenta corriente	99	-898	-1 100	-580	-779	2 074	1 449	6 838	7 200
Balanza de bienes	2 427	2 119	1 844	2 386	3 723	9 585	10 775	22 587	23 653
Exportaciones FOB	17 162	19 210	18 272	18 180	21 664	32 520	41 267	58 485	67 644
Importaciones FOB	14 735	17 091	16 428	15 794	17 941	22 935	30 492	35 899	43 991
Balanza de servicios	-737	-719	-844	-701	-618	-746	-621	-628	-1 162
Balanza de renta	-2 233	-2 856	-2 526	-2 847	-4 489	-7 837	-10 487	-18 418	-18 265
Balanza de transferencias corrientes	643	558	427	583	605	1 072	1 783	3 297	2 974
Balanzas de capital y financiera ^d	-846	1 234	504	862	413	-2 260	267	-4 841	-10 414
Inversión extranjera directa neta	6 203	873	2 590	2 207	2 701	5 610	4 801	4 482	10 627
Capital financiero ^e	-7 049	361	-2 086	-1 345	-2 288	-7 870	-4 534	-9 323	-21 041
Balanza global	-747	337	-596	282	-366	-186	1 716	1 997	-3 214
Variación en activos de reserva ^f	747	-337	596	-282	366	186	-1 716	-1 997	3 214
Otros indicadores del sector externo									
Tipo de cambio real efectivo (índice 2000=100) ^g	98,4	100,0	111,7	109,4	114,7	108,5	103,1	100,8	102,2
Relación de precios del intercambio de bienes (índice 2000=100)	94,2	100,0	93,3	97,2	102,8	124,9	139,8	183,7	190,7
Transferencia neta de recursos (millones de dólares)	-3 079	-1 621	-2 022	-1 985	-4 076	-10 097	-10 220	-23 259	-28 679
Deuda externa bruta total (millones de dólares)	34 768	37 177	38 527	40 504	43 067	43 517	44 934	47 590	54 146
Tasas anuales medias									
Empleo									
Tasa de actividad ^h	54,8	54,4	53,9	53,7	54,4	55,0	55,6	54,8	54,9
Tasa de desempleo abierto ⁱ	10,1	9,7	9,9	9,8	9,5	10,0	9,2	7,7	7,1
Tasa de subempleo visible ^j	5,5	6,1	7,1	6,2	6,5	8,4	8,5	8,5	8,0
Porcentajes anuales									
Precios									
Variación de los precios al consumidor (diciembre a diciembre)	2,3	4,5	2,6	2,8	1,1	2,4	3,7	2,6	7,8
Variación de los precios al por mayor (diciembre a diciembre)	13,5	7,9	3,1	10,4	-1,0	7,8	3,2	7,9	14,0
Variación del tipo de cambio nominal (promedio anual)	10,5	6,1	17,7	8,5	0,4	-11,9	-8,2	-5,2	-1,5
Variación de la remuneración media real	2,4	1,4	1,7	2,0	0,9	1,8	1,9	1,9	2,8
Tasa de interés pasiva nominal ^k	8,9	8,7	6,5	4,1	3,2	2,4	4,5	5,5	5,9
Tasa de interés activa nominal ^l	17,6	18,7	16,7	14,4	13,0	11,0	13,5	14,4	13,6

Cuadro 1 (conclusión)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 ^a
	Porcentajes del PIB								
Gobierno central total ^k									
Ingresos totales	20,3	21,6	21,7	21,0	20,7	22,0	23,8	25,9	27,4
Ingresos tributarios	17,1	17,9	18,0	18,1	17,3	17,0	18,3	18,4	20,2
Gastos totales	22,4	22,2	22,2	22,3	21,2	19,9	19,3	18,2	18,6
Gastos corrientes	18,8	19,0	18,9	18,8	17,9	16,8	16,1	15,1	15,4
Intereses	1,3	1,2	1,2	1,2	1,1	1,0	0,8	0,7	0,6
Gastos de capital	3,6	3,2	3,4	3,4	3,3	3,1	3,1	3,0	3,2
Resultado primario	-0,9	0,6	0,7	-0,1	0,7	3,1	5,4	8,4	9,4
Resultado global	-2,1	-0,7	-0,5	-1,2	-0,5	2,1	4,6	7,7	8,8
 Deuda del gobierno central ^l									
Interna	13,7	13,6	14,9	15,7	13,0	10,7	7,3	5,8	5,6
Externa	9,7	10,0	10,4	9,9	7,5	5,9	4,0	2,9	2,6
	4,0	3,6	4,5	5,7	5,5	4,8	3,3	2,9	3,0
 Moneda y crédito ^m									
Crédito interno	62,7	64,4	65,8	61,9	61,5	60,1	59,8	55,3	60,8
Al sector público	-2,4	-1,5	0,2	-3,9	-1,1	-2,2	-4,5	-8,6	-9,0
Al sector privado	65,0	66,0	65,6	65,9	62,7	62,3	64,3	63,8	69,8
Liquidez de la economía (M3)	53,0	53,1	54,2	54,6	48,8	50,3	53,3	53,4	58,2
Masa monetaria y depósitos en moneda nacional (M2)	48,3	47,9	47,8	48,6	43,4	45,5	48,6	48,7	53,4
Depósitos en moneda extranjera	4,7	5,1	6,3	5,9	5,4	4,9	4,7	4,7	4,8

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

^a Cifras preliminares.

^b Hasta 2002, sobre la base de cifras en moneda nacional a precios constantes de 1996. Desde 2003, sobre la base de cifras en moneda nacional a precios constantes de 2003.

^c Sobre la base de cifras en moneda nacional expresadas en dólares a precios corrientes.

^d Incluye errores y omisiones.

^e Se refiere a los saldos de las balanzas de capital y financiera (incluidos errores y omisiones) menos la inversión extranjera directa neta.

^f El signo menos (-) indica aumento de reservas.

^g Promedio anual, ponderado por el valor de las exportaciones e importaciones de bienes.

^h Población económicamente activa como porcentaje de la población en edad de trabajar, total nacional.

ⁱ Se refiere a porcentajes de la población económicamente activa, total nacional.

^j Operaciones a 90-360 días, no reajustables.

^k Corresponde a la nueva metodología de contabilidad según el manual del Fondo Monetario Internacional (2001).

^l No incluye la deuda garantizada.

^m Las cifras monetarias corresponden a promedios anuales.