

Evitando a hiperinflação

Programas de estabilização inovadores na Argentina, Brasil e Israel obtiveram considerável êxito inicial ao afastarem a ameaça de hiperinflação, embora sua viabilidade ainda não esteja assegurada. Como foi obtido esse resultado?

Peter T. Knight, F. Desmond McCarthy e Sweder van Wijnbergen

A Argentina, Brasil e Israel enfrentaram por muito tempo uma inflação aguda, crônica. Em 1985 ela alcançara uma taxa anual de aproximadamente 400% em Israel e 1.900% na Argentina, sendo que no Brasil esse índice chegou a 400% no início deste ano. Essas inflações ameaçavam transformar-se em hiperinflações desenfreadas.

Entre junho de 1985 e fins de fevereiro de 1986, os três países adotaram programas de estabilização que combinavam medidas ortodoxas e inovadoras para controlar a inflação. Tais programas tinham as mesmas bases conceituais e visavam a reduzir ou eliminar o grau de indexação dos salários, instrumentos financeiros e taxas cambiais e também a diminuir as expectativas quanto à inflação futura.

Todos os três países adotaram um "tratamento de choque" em vez de um método gradativo na implementação de seus programas. Estes diferiam, porém, quanto ao conjunto de medidas ortodoxas — como desvalorização da taxa cambial e políticas fiscal e monetária restritivas — a serem adotadas para obter o equilíbrio nas contas externas e reduzir o déficit orçamentário interno a níveis capazes de serem mantidos sem financiamento inflacionário. Tais programas foram lançados após tentativas recentes e fracassadas de estabilização. Todos os três conseguiram reduzir drasticamente a taxa de inflação nos meses posteriores ao seu lançamento, embora em diferentes graus.

O contexto

As condições macroeconômicas vigentes à época em que foram anunciados os programas de estabilização diferiam em certos aspectos importantes, mas também havia elementos em comum.

A inflação estava aumentando acentuadamente nos três países quando foram anunciados os programas de estabilização. O déficit do setor público ajustado pela inflação ou operacional (definido como o déficit nomi-

nal menos a taxa inflacionária vezes o montante da dívida pública pendente) era muito maior na Argentina e em Israel do que no Brasil. Israel tinha um nível elevadíssimo de gastos militares (uma média de quase 24% do PIB em 1981-84), o que constituía importante elemento estrutural dos vultosos déficits orçamentários do país.

Nos três países, o setor público tinha grande dificuldade para pagar o serviço dessas dívidas elevadas. Brasil e Israel tinham também altas dívidas públicas internas cujo serviço contribuía para o déficit do setor público.

O PIB real *per capita* da Argentina e de Israel vinha estagnando desde 1972. O crescimento do Brasil desacelerara-se após 1973, mas ainda apresentava aumentos no PIB real *per capita*. No Brasil e em Israel, as exportações de manufaturados aumentavam rapidamente, o que favorecia o ajustamento aos choques externos. A Argentina era prejudicada por uma economia industrial não-competitiva e por políticas desfavoráveis às exportações. Seus amplos recursos agrícolas se revelaram menos úteis do que era de esperar no tocante ao processo de ajustamento, devido ao protecionismo dos mercados mundiais e aos preços declinantes dos produtos básicos.

O Brasil vinha obtendo anualmente grandes superávits comerciais — em média mais de 5% do PIB — desde 1983, quando sua moeda sofreu uma desvalorização real de 30% em relação ao dólar, no primeiro ano de um programa de estabilização apoiado pelo FMI cuja duração prevista era de três anos, mas que foi interrompido em 1984. Argentina e Israel ao contrário, apresentavam graves desequilíbrios no balanço de pagamentos à época de seus programas de estabilização, tendo então recebido elevados empréstimos

ou doações do exterior. A evasão de capital agravava os problemas da Argentina, mas era menos importante em Israel e menos ainda no Brasil.

À época de seus programas de estabilização, a moeda nacional dos três países perdera em boa parte a função de guarda de valores e unidade de conta, função que passava a ser exercida cada vez mais por outras unidades indexadas, como as ORTN do Brasil e as contas bancárias vinculadas ao dólar (Patam) de Israel. Na Argentina e em Israel, a moeda norte-americana convertia-se rapidamente em unidade de pagamento, o que não ocorria no Brasil. Os instrumentos financeiros indexados pelo nível de preços internos ou pela taxa cambial constituíam parcela cada vez maior dos ativos financeiros totais, e a oferta monetária (M1) uma fração cada vez menor do PIB, mas os dispositivos de indexação eram mais formais no Brasil e em Israel do que na Argentina. Nos três países, a paridade móvel resultou praticamente na indexação da taxa cambial — no Brasil, numa base diária, à época da estabilização.

A indexação salarial era praticada nos três países e estava ligada a aumentos de preços ocorridos anteriormente, tendendo assim a perpetuar a inflação. Por último, tanto Argentina quanto Israel tinham de lidar com grupos trabalhistas numerosos e relativamente unidos, ao passo que no Brasil esses grupos estavam mais divididos à época do programa.

Bases analíticas

O conceito-chave dos novos planos de estabilização é o de "inflação inercial". O componente inercial da inflação é aquele "causado" pela inflação passada devido ao uso de indexação retroativa e à formação de expectativas baseadas na experiência passada. O componente inercial da inflação pode ser reduzido por medidas administrativas — desindexação, congelamento de preços e salários e reforma monetária.

Artigo concluído em princípios de outubro — N. do E.

Mas para que essas medidas administrativas promovam a estabilidade de preços é preciso que a inflação seja totalmente inercial. O déficit do setor público deve ser suficientemente baixo para ser financiado sem moeda inflacionária ou endividamento e o saldo externo deve ser obtido através de uma taxa real de câmbio apropriada e de fluxos constantes de capital.

Os programas de estabilização argentino e brasileiro foram influenciados pela análise "neo-estruturalista" da inflação inercial desenvolvida sobretudo na América Latina a partir dos anos 50. Tal análise enfatiza os conflitos distributivos subjacentes à inflação em economias com sistemas financeiros bem desenvolvidos e um importante setor de preços fixos dominado por firmas industriais oligopolistas, sindicatos fortes e considerável intervenção governamental. Em tais sistemas, acredita-se que os principais mecanismos que perpetuam a inflação sejam: a) a indexação de salários, instrumentos financeiros e taxa de câmbio; b) a margem de lucro praticada pelas firmas oligopolistas.

Segundo um enfoque mais tradicional, a inflação inercial deriva do pessimismo do setor privado quanto à capacidade do governo de tomar as medidas de ajustamento fiscal necessárias para a redução do déficit a longo prazo. Esse enfoque sugere medidas de política semelhantes: a) a necessidade de empreender uma reforma fiscal básica, apoiada em medidas de transição para contrabalançar os efeitos da inflação inercial até que a credibilidade do "pacote" de reformas esteja consolidada. Essa interpretação fiscal da inflação inercial prevaleceu entre os idealizadores do programa de estabilização israelense.

Em todos os três países acreditava-se que as medidas administrativas só seriam eficazes econômica e politicamente se tivessem neutralidade distributiva — entre mão-de-obra e capital, devedores e credores, e entre os diferentes grupos de trabalhadores — e que resultados positivos deveriam ser alcançados no prazo mais curto possível. Portanto, a política de renda desempenhou papel importante nos três programas.

Quando uma inflação crônica e elevada começa a evoluir para uma hiperinflação, os métodos graduais para obter a estabilização estão quase sempre fadados ao fracasso, tornando-se pois necessário um tratamento de choque. Entende-se por choque "heterodoxo" a combinação inovadora de medidas administrativas para coordenar a ação dos agentes que determinam preços e salários e controlar o componente inercial da inflação com medidas mais tradicionais que visam a obter saldo interno e externo.

Principais elementos dos programas

O programa de estabilização da Argentina (chamado de Plano Austral por causa do nome da nova moeda) foi anunciado em 14

de junho de 1985, o de Israel em 1.º de julho do mesmo ano, e o Plano Cruzado brasileiro (assim chamado também por causa do nome da nova moeda) em 28 de fevereiro de 1986. As medidas heterodoxas incluíam reforma monetária, controles de preços e salários, e taxas cambiais fixas, ao passo que as medidas ortodoxas incluíam desvalorizações da moeda e políticas monetária e fiscal restritivas. A desindexação parcial dos instrumentos financeiros era importante nos três programas.

Reforma monetária. Na Argentina e no Brasil foi introduzida uma nova moeda. Os contratos não-indexados foram convertidos para a nova moeda de acordo com escalas destinadas a eliminar os ganhos e perdas de capital devidos à queda da inflação.

Controles de preços. O aspecto mais evidente dos três programas foi o uso de controles de preços e salários. Antes de congelar os preços, tanto Argentina quanto Israel fizeram importantes ajustes nos preços e subsídios do setor público. Na Argentina, as tarifas do setor público subiram 23% em termos reais em junho de 1985 (sobre a média dos cinco meses anteriores). Em Israel, quase todo o ajuste relativo aos gastos proveio de uma redução dos subsídios governamentais. O Brasil foi exceção: os preços de alguns serviços básicos do setor público foram mantidos em níveis que ameaçavam a capacidade dos produtores de autofinanciarem o investimento. Os preços do trigo e do leite foram congelados aos níveis vigentes, os quais requeriam ou vieram a requerer subsídios aos produtos privados ou importados públicos. Enquanto no Brasil o congelamento de preços foi anunciado por período indeterminado, Israel anunciou a liberação gradual dos controles, tal como fizera a Argentina.

Salários. A política salarial era muito diferente nos três países. Na Argentina os salários eram ajustados mensalmente à época da estabilização e por isso estavam razoavelmente sincronizados nos diferentes setores. Logo antes do Plano, o governo concedera um aumento nominal de salários de 22%. Os salários foram então fixados, tendo havido alguns ajustes no início de 1986. Os empregados e pensionistas do setor público foram prejudicados, pois a inflação continuou por volta de 2,5% ao mês. O setor privado, infringindo o congelamento, tendeu a manter o salário real através, por exemplo, do crédito pessoal a taxas preferenciais. Em meados deste ano, alguns sindicatos obtiveram consideráveis aumentos salariais que efetivamente regularizaram esses acordos.

No Brasil, os contratos salariais com datas diferentes criaram problemas: um congelamento direto teria fixado os salários de trabalhadores de diferentes categorias em diferentes etapas de seus contratos, introduzindo assim grandes desigualdades no sistema. Todos os salários foram portanto ajustados pelo valor real médio dos seis meses anteriores. Além disso, foi concedido um abono de 8% (15% para os que ganham salá-

rio mínimo). Assim o Brasil, ao contrário de Israel, não reduziu os salários reais no início do programa. O período de ajuste salarial foi aumentado de seis para 12 meses, com correção plena só no caso de a inflação ultrapassar os 20%.

Em Israel, o acordo salarial negociado após a estabilização com o poderoso movimento trabalhista Histadrut (que representa 85% da mão-de-obra organizada e possui 25% da indústria israelense) teve uma característica muito singular, com importantes consequências macroeconômicas: uma redução do salário real, explicitamente temporária, a fim de evitar dispensas de empregados causadas por problemas temporários de liquidez nas empresas. Os salários reais caíram 18% no segundo semestre de 1985, mas em março de 1986 haviam recuperado quase 3% de seu valor médio do primeiro semestre de 1985, conforme previa o plano.

Taxas de câmbio fixas. Todos os três países substituíram alguma forma de indexação para os diferenciais da inflação interna e externa por uma taxa fixa em relação ao dólar, embora não se excluíssem explicitamente futuros ajustamentos. A baixa subsequente do dólar em relação a outras moedas principais e a queda do preço do petróleo proporcionaram uma vantagem inesperada a esses países, pois sua competitividade aumentou em comparação com a de seus parceiros comerciais. Na Argentina, isso ajudou a compensar os efeitos do decepcionante comportamento da inflação após o Plano. Argentina e Israel só adotaram uma política de fixar suas taxas cambiais após uma considerável desvalorização em termos reais. Tal ajuste foi julgado desnecessário no Brasil, cuja competitividade já havia melhorado substancialmente desde a maxidesvalorização de fevereiro de 1983, a qual foi mantida por constantes minidesvalorizações. Além disso, os ajustes cambiais de fins de 1985 e começos de 1986 superaram a alta dos preços industriais e dos preços de muitos produtos primários de exportação.

Política fiscal. Israel tomou medidas significativas para reduzir o déficit orçamentário antes da estabilização. Tais medidas incluíam aumentos reais do preço dos serviços públicos e de outros setores básicos com preços administrados. Como o Brasil tinha um déficit do setor público muito menor que os da Argentina e de Israel, as autoridades não tomaram medidas significativas para ajustar os preços desse setor, nem para reduzir os gastos ou aumentar os impostos. As reformas fiscal e orçamentária empreendidas nos meses anteriores ao programa estreitaram o controle orçamentário, mas só produziram aumentos substanciais da receita após fevereiro de 1986. O Brasil se concentrou na obtenção de uma relativa neutralidade distributiva. A Argentina aumentou alguns preços do setor público e fez grande esforço para melhorar o recolhimento fiscal.

Política monetária. Uma diferença importante entre as três reformas diz respeito à

política monetária e às taxas de juros. Nem o Brasil nem Israel se empenharam em controlar rigidamente a expansão monetária, ao passo que a Argentina se comprometeu a não financiar o setor público através da emissão de moeda e a financiar déficits somente mediante empréstimo externo. Assim, o comportamento a curto prazo das taxas reais de juros, do investimento e da produção na Argentina foi muito diferente daquele observado nos outros dois países. No Brasil, a evasão de capital não constituía problema sério e o limite da capacidade produtiva estava sendo atingido em um número crescente

Análise

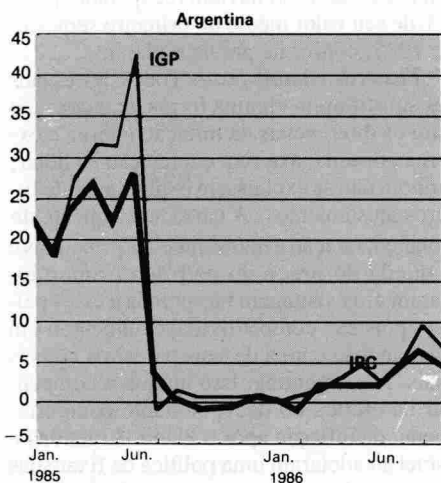
Em todos os três países, a fase inicial do plano recebeu amplo apoio popular devido à queda da inflação. Após alguns meses, porém, as reações variaram à medida que os governos tentavam fazer importantes reformas estruturais e lançar as bases do crescimento contínuo.

Argentina. De início o Plano Austral foi recebido com alívio, por ter aparentemente afastado a ameaça de uma hiperinflação iminente. Mas o plano também criou a expectativa de que em breve a economia voltaria a

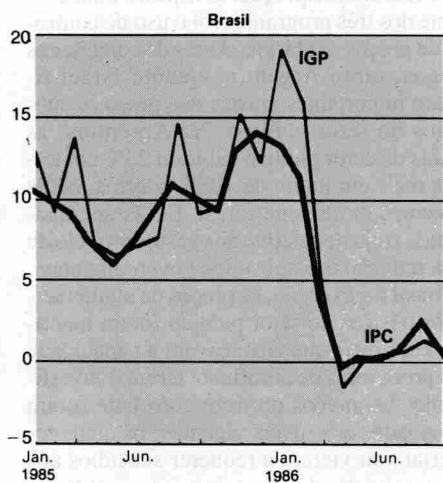
não foi suficiente para cobrir pagamentos de juros de US\$5,3 bilhões (8% do PIB) sobre o total da dívida externa de aproximadamente US\$49 bilhões. Perspectivas desfavoráveis para as exportações principais — trigo, carne e produtos do petróleo — devem reduzir o superávit da balança comercial para US\$2,2 bilhões em 1986.

A incapacidade de gerar poupança externa líquida devido à dívida elevada e a disponibilidade limitada de poupança pública a curto prazo indicavam que o investimento e o crescimento dependeriam muito do setor privado. O fraco desempenho desse setor tem

Argentina, Brasil e Israel — taxas mensais de inflação

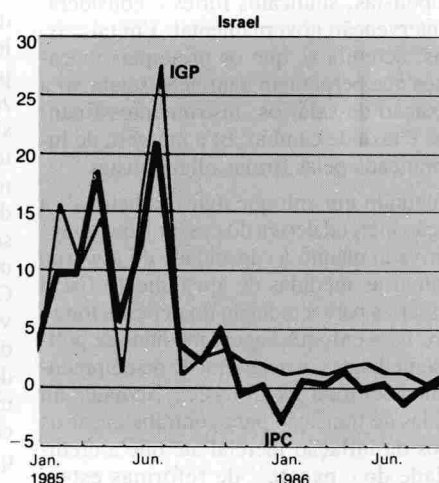


Fonte: FMI. *International Financial Statistics*.



Fonte: IPC — IBGE, nova série centrada em meados do mês; os dados referentes a julho e agosto incluem o impacto dos empréstimos compulsórios e quase-impostos como preços.

IGP — Fundação Getúlio Vargas.
Obs.: o IPC e o IGP para o Brasil acusam inflação em março, pois comparam o nível médio de preços de março com o nível médio de fevereiro.



Fonte: Departamento Central de Estatística, Israel.

de setores industriais, bem como no de energia elétrica. Assim, a necessidade de taxas de juros elevadas para conter a evasão de capital especulativo e o consumo tinha de ser contrabalançada pela necessidade de estimular novos investimentos produtivos e de limitar o custo do serviço da dívida interna. Na segunda fase do programa de ajustamento, as taxas nominais de juros puderam subir, mas os ganhos de ativos financeiros a curto prazo foram severamente taxados a fim de estimular a aplicação por períodos mais prolongados.

Desindexação parcial de instrumentos financeiros. Um componente final dos planos foi a reforma dos acordos de indexação para instrumentos financeiros nos três países. Em Israel, a indexação foi mantida para ativos a longo prazo, mas foram proibidos os depósitos nas contas a curto prazo vinculadas ao dólar, Patam. Como esses ativos servem de substituto ao dinheiro, era de esperar que as medidas fizessem aumentar o rendimento proveniente do aumento real da base monetária e do "imposto" de inflação. O Brasil suspendeu por um ano a indexação das obrigações públicas.

crescer em ritmo acelerado. Praticamente da noite para o dia a inflação dos preços ao consumidor caiu de 25% para 2 ou 3% ao mês. A queda dos preços por atacado foi ainda maior, uma vez que o congelamento atingiu basicamente os bens industriais, que pesam mais no índice desses preços.

O déficit do setor público diminuiu consideravelmente no segundo semestre de 1985. A melhoria ocorreu sobretudo no tocante à receita. Isso se deveu em parte à melhoria do recolhimento e em parte à queda da própria inflação: com uma taxa menor, as perdas devidas a defasagens no recolhimento tornaram-se menos graves em termos reais. O governo também aproveitou a oportunidade para introduzir algumas reformas que se faziam extremamente necessárias no setor público. As empresas governamentais têm sido um sorvedouro de recursos públicos. A fim de melhorar a gestão paraestatal, vários tecnocratas foram designados para postos-chave.

Do lado externo, o superávit comercial chegou a US\$4,5 bilhões em 1985; mas isso

foi o principal responsável pela maior falha do plano até agora: o crescimento lento da economia. A produção industrial no segundo trimestre de 1986 foi bem maior que a do terceiro trimestre de 1985 (o primeiro trimestre do Plano Austral), mas ficou no mesmo nível que a do quarto trimestre de 1984.

A política de fixar o austral em relação ao dólar norte-americano foi substituída em abril de 1986 por uma paridade móvel destinada a manter a competitividade externa. Por último, o relaxamento parcial dos controles de preços anunciado em abril de 1986 foi abandonado ante o surto inflacionário verificado em julho e agosto. Em 29 de agosto foram novamente fortalecidos esses controles.

Brasil. A popularidade do programa de estabilização brasileiro pode ser atribuída em grande parte ao congelamento de preços, que manteve a inflação acumulada do IPC em apenas 3,4% nos quatro primeiros meses do programa. Esse bom desempenho deveu-se em parte ao cuidado do governo de pôr em novas bases os índices de preços, a fim de evitar o transporte da inflação puramente estatística proveniente das semanas imediatas

mente anteriores à reforma. O comportamento dos preços por atacado foi ainda mais notável, com uma deflação acumulada de 1,7% nos quatro primeiros meses (uma queda de 2,8% só nos preços industriais). Essa queda dos preços por atacado foi fruto de intensas negociações entre as firmas industriais a fim de se obterem descontos nos preços máximos das mercadorias para futura entrega.

Como costuma acontecer quando uma reforma monetária consegue reduzir acentuadamente as expectativas da inflação futura, a demanda de dinheiro aumentou e a velocidade de circulação diminuiu. O emprego e a produção continuaram a expandir-se rapidamente, após uma breve pausa em março de 1986, quando estavam no auge as negociações de preços entre as indústrias. O crescimento do PIB estimado para 1986 era da ordem de 7%, e em julho foram tomadas medidas, entre as quais empréstimos compulsórios, para conter o *boom* das vendas de bens de consumo duráveis e das viagens internacionais. Discutia-se na imprensa brasileira a necessidade de um ajuste fiscal para conter a demanda global e tornar sua composição mais favorável ao investimento. Os recursos arrecadados pelas medidas de julho deveriam destinar-se a um novo Fundo de Desenvolvimento Nacional, a fim de financiar o investimento planejado em áreas como energia elétrica e aço. O investimento do setor privado aumentou.

Nos primeiros oito meses de 1986, a balança comercial registrou um saldo de US\$8,2 bilhões, um aumento de 4% em relação ao mesmo período de 1985. Para 1986, prevê-se um superávit de mais de US\$12 bilhões (pouco menos de 5% do PIB). A taxa real de câmbio para o dólar norte-americano, medida pela relação entre os preços por atacado no Brasil e nos EUA, sofreu ligeira desvalorização até agosto deste ano, assim como a taxa para uma cesta de moedas dos 12 maiores mercados exportadores do Brasil. (Em 15 de outubro deste ano, o cruzado foi desvalorizado em 1,8% em relação ao dólar.) A renegociação da dívida externa junto aos bancos comerciais em 1985 e 1986 foi concluída com êxito e os pagamentos aos credores do Clube de Paris foram reiniciados.

A receita fiscal aumentou mais que o previsto, devido em grande parte ao crescimento econômico mais rápido que o esperado, isso apesar de um declínio anterior na arrecadação do imposto sobre as sociedades de capital causado pela redução dos lucros no setor financeiro após a adoção do plano. Mas os gastos — inclusive subsídios, transferências para empresas estatais e, mais recentemente, o custo dos juros sobre a dívida pública — também subiram. Por outro lado, os preços declinantes do petróleo forneceram alguma compensação.

Israel. A reforma israelense parece ter sido um êxito notável. A inflação, é claro, baixou após a adoção dos controles e ainda

estava bem abaixo dos níveis anteriores em julho de 1986, quando cerca da metade desses controles foi suprimida. A supressão foi cautelosa, buscando-se equilibrar os produtos cujos preços deveriam aumentar com os produtos cujos preços deveriam cair. A queda mundial dos preços do petróleo foi benéfica nesse processo.

O desemprego não cresceu muito em Israel: o aumento inicial de dois pontos percentuais reduziu-se à metade nos seis meses seguintes. Israel parecia estar diminuindo a inflação sem arcar com o ônus da redução da produção e do aumento do desemprego. É quase certo que isso pode ser explicado pela sofisticada política de salários reais e pela recusa explícita a aderir a metas fixas de expansão monetária nominal nas fases iniciais da reforma.

O comportamento das taxas reais de juros é outro elemento em comum com o Brasil, embora contraste acentuadamente com o caso argentino. As taxas reais de juros já estavam muito elevadas em Israel quando o programa foi lançado, mas não aumentaram significativamente. Em conseqüência, o investimento não diminuiu, mesmo quando o dispêndio com consumo privado caiu temporariamente.

A mudança mais drástica ocorreu no déficit do setor público. O real desempenho fiscal foi muito mais rígido do que o previsto, sobretudo por causa de um aumento inesperado da renda tributária real. O déficit fiscal real, de menos de 5% do PIB, foi menor que o esperado. Mas alguns dos melhoramentos se deveram a impostos definitivos sobre o capital, como o elevado imposto sobre a propriedade de automóveis; portanto, a continuidade de déficits baixos permanece questionável.

Lições da experiência

Os primeiros resultados dos três programas de estabilização revelam que a inflação elevada pode realmente ser reduzida sem uma recessão profunda e prolongada. Contudo, tais esforços só lograrão resultados viáveis se forem observadas três condições:

- se as principais fontes fiscais da inflação contínua forem eliminadas de maneira fidedigna e viável;
- se for introduzido um conjunto de medidas transicionais;
- se houver amplo consenso político para apoiar essas medidas. Por sua vez, esse apoio talvez deva ser explorado enquanto durar; esse é um forte argumento a favor da adoção de um tratamento de choque em vez do tratamento gradativo.

Uma característica importante de dois dos três programas de estabilização é que, até agora, eles parecem ter evitado grandes mudanças na taxa de câmbio real e, em menor grau, no salário real e na taxa real de juros, mudanças essas que foram a causa de muitos fracassos anteriores. A prudente coordenação das intervenções praticadas nos salários

nominais, nos preços e nas taxas cambiais, respaldada por reformas fundamentais sempre que necessário, contribuiu em muito para o êxito alcançado. Essa escolha coordenada de vários "esteios" monetários é uma das características que distinguem as experiências heterodoxas de programas anteriores de estabilização, como os esquemas de desvalorização prefixada que foram adotados em vários países latino-americanos em fins da década de 70 e começo da de 80. Nesses programas anteriores, a confiança na taxa cambial para reduzir a inflação não foi respaldada por controles transicionais de preços e salários. Para obter essa coordenação, os controles de preços e salários foram de grande utilidade.

Mas a experiência da Argentina, do Brasil e de Israel sugere que esses controles, assim como a desindexação e a reforma monetária, são antes complementos do que substitutos de ajustes mais fundamentais concernentes sobretudo à postura fiscal. Até agora a evolução dos acontecimentos indica que os planejadores se vêem divididos entre a necessidade de convencer os agentes econômicos de que foi criado um meio de inflação baixa e a oportunidade de re monetizar a economia e criar um meio propício ao crescimento. ■



Peter T. Knight
dos EUA, é economista sênior da Divisão do Brasil do Banco e obteve PhD pela Stanford University em 1970. Publicou várias obras sobre reforma e desenvolvimento econômicos.



F. Desmond McCarthy
dos EUA, é economista sênior da Divisão da Argentina do Banco e obteve PhD pela Universidade de Nova York em 1968. Publicou trabalhos sobre agricultura, comércio internacional e crescimento econômico.



Sweder van Wijnbergen
holandês, é economista sênior da Divisão de Macroeconomia do Departamento de Pesquisa sobre o Desenvolvimento, do Banco. Obteve PhD pelo MIT em 1980 e é autor de obras sobre economia internacional e finanças públicas.

Fotos de Michele Iannacci para F e D