

INT-1462

Versão Preliminar  
LC/BRS/NT.042  
Setembro 1996  
Original: Português

**CEPAL**  
**COMISSÃO ECONÔMICA PARA A AMÉRICA LATINA E O CARIBE**  
**Escritório no Brasil**



**BRASIL E ARGENTINA: INDICADORES  
DO PROCESSO DE ESTABILIZAÇÃO**

Documento preparado por Eduardo Felipe Ohana, Oficial de Assuntos Econômicos do Escritório da CEPAL no Brasil.  
As opiniões aqui expressas são pessoais do autor, e podem não coincidir com as da Instituição.



# BRASIL E ARGENTINA: INDICADORES DO PROCESSO DE ESTABILIZAÇÃO

E. Felipe Ohana\*  
CEPAL/Brasília  
Agosto 1996.

Este trabalho discute indicadores que permitam avaliar o estágio dos programas de estabilização. São definidos indicadores de credibilidade e de volatilidade do produto interno como relevantes para a condição de transversalidade dos planos. Os indicadores calculados para países inequivocamente estáveis servem de referência. Conclui-se que os Planos Real e Cavallo representaram um avanço na direção da estabilidade, com o plano argentino apresentando um grau elevado de credibilidade, enquanto a baixa credibilidade do programa brasileiro pode estar sendo influenciada pela administração da política monetária. Ambos os programas não progrediram em termos de credibilidade e têm apresentado um alto coeficiente de variação da taxa de crescimento econômico. Os resultados argentinos sugerem a necessidade de alteração da estratégia do Plano Cavallo, enquanto o quadro brasileiro reforça a importância de uma revisão da política monetária e da implementação das reformas econômicas e estruturais que suavizem as restrições ao crescimento econômico.

## I) Introdução

Os programas de estabilização baseados em ancoragem dos preços domésticos a determinadas variáveis nominais receberam uma acolhida favorável, a partir da década dos 90, pelos países vitimados por inflações crônicas. As inflações elevadas e duradouras subexistem em função do desenvolvimento de um sofisticado aparato institucional e legal montado para a minimização dos efeitos econômicos e sociais negativos decorrentes da própria instabilidade monetária. No Brasil, por exemplo, a instituição da indexação monetária transformou-se em fonte de direito, tornando as tentativas de desindexação em geradoras de passivos, em especial, nas áreas trabalhista e financeira.

A vantagem comparativa dos planos de ancoragem, no âmbito político-institucional, é que o combate às reposições automáticas das perdas inflacionárias prescinde do aparato legal, permitindo, inclusive, conviver com uma indexação regulamentada. Nos planos de outra natureza, as restrições legais à reposição inflacionária se constituíram na própria âncora de estabilização, transformando os tribunais em uma instância fundamental para o desempenho dos programas.

---

\* Agradeço os comentários de Renato Baumann e Carlos Mussi. As restrições e a volatilidade da lógica são de responsabilidade do autor.

Sob o ponto de vista econômico, há um extenso debate sobre as vantagens e desvantagens das estratégias de ancoragem. Em especial, a escolha do regime cambial tem recebido maior atenção. Os críticos do regime de taxa de câmbio fixa alegam que a taxa de câmbio flutuante permite maior controle às autoridades monetárias para escolher sua própria taxa de inflação de longo prazo, em vez de importá-la. Sustentam, ainda, que o regime de taxas flutuantes funciona como um estabilizador automático, especialmente em economias suscetíveis a choques externos.

Os argumentos em favor da taxa fixa de câmbio baseiam-se, principalmente, no papel disciplinador que este regime cambial exerce sobre o banco central e sobre as autoridades fiscais. Este regime cambial empresta credibilidade ao regime de política monetária.

A credibilidade do novo regime monetário, que leva à redução na demanda por indexação, e o aumento da oferta agregada, através de uma poupança externa ampliada, são os ingredientes fundamentais à implantação do programa com base na taxa fixa de câmbio. A sua consolidação, como em qualquer processo de estabilização, depende da possibilidade de o governo instituir um regime monetário à prova de especulações induzidas pela cultura da instabilidade. "Vê-se o Banco Central entre a obrigação de mostrar disposição inequívoca para fazer uma política monetária austera, que pressupõe a construção de obstáculos que oponham resistência à expansão da renda nominal, e a realidade da precariedade da escolha de agregados para *target*, dada a volatilidade da demanda pelos diferentes agregados". (Carneiro 1995).

A volatilidade da demanda por moeda reflete as incertezas dos agentes econômicos, cunhadas pelas diferentes taxas de inflação, em especial pela inflação diferenciada entre os produtos comercializáveis e os não-comercializáveis, e pela variância do ritmo da atividade econômica (renda).

A própria ancoragem cambial provoca a dispersão das taxas de inflação entre os produtos comercializáveis e os demais. Ao longo do segundo semestre de 1994, a taxa nominal de câmbio, no Brasil, apreciou-se em 16%, comparativamente ao valor observado ao início de julho daquele ano. Se se admite que a participação dos bens comercializáveis no PIB é de 30%, a valorização nominal da taxa de câmbio induziria à queda do preço real dos comercializáveis em 11,8% [  $(1-0,16)/0,7 + (0,3).(1-0,16)$  ]. De fato, o índice de preços ao consumidor da FIPE aponta que o preço dos produtos oligopolizados<sup>1</sup> caíram, em termos reais, 11,43%, nesse período.<sup>2</sup> Este cálculo aplicado para os serviços indicaria um aumento real de 5,04%, o que, efetivamente, se traduziu em uma elevação de 18,9%.<sup>3</sup> Desta forma, uma das tarefas da administração do programa de estabilização é a de reduzir a dispersão dos diversos índices.

---

<sup>1</sup>Incluindo alimentos industrializados, artigos de limpeza, eletroeletrônicos, imagem e som, artigos de residência, veículos, fumo e bebidas. Além destes, o preço real de produtos classificados como competitivos tiveram o seguinte desempenho no período: vestuário - 17% e calçados - 0,3%, .

<sup>2</sup>Boletim Conjuntural IPEA nº 30, pp13.

<sup>3</sup>Este foi o crescimento dos preços reais dos serviços selecionados pela publicação do IPEA. Excluem-se os serviços públicos (redução real de 14,1%), transporte (+0,81%), diversos (-9,99%) e outros (-10,2%). A agregação de todos os itens considerados como serviços resultaria em uma elevação real de 6,56%, muito próximo do estimado.

O comportamento da renda é outro componente importante para a consolidação dos programas de estabilização. Ao mesmo tempo em que o nível da renda determina a demanda por moeda, como descrito pela literatura, a volatilidade da taxa de crescimento espelha as inconsistências latentes da conjuntura econômica, traduzindo incertezas e, não raro, pressões políticas em favor de medidas expansionistas (geralmente fiscais) que acabam por afetar o regime monetário.

Nesse sentido, taxas reduzidas de inflação são necessárias ao bom andamento dos planos de estabilização, mas não suficientes para a sua consolidação. O México é o exemplo mais recente deste fenômeno, enquanto a Argentina encontra-se na encruzilhada.

O objetivo deste artigo é discutir a necessidade de se trabalhar com indicadores do estágio evolutivo dos programas de estabilização, de forma que seja possível referenciar os caminhos dos programas a certos *benchmarks* internacionais. A parte seguinte a esta introdução procura formalizar a importância dos indicadores selecionados, através de um modelo analítico. A terceira parte apresenta e analisa os resultados para o Brasil e para a Argentina, no período 1985-95. Os comentários conclusivos encerram o trabalho.

## II) A relevância dos indicadores selecionados

Os modelos que lidam com a questão da ancoragem cambial dividem os preços de uma economia em preços de produtos comercializáveis e não-comercializáveis.

$$(1) P = \alpha (P_C) + (1 - \alpha) P_N$$

O nível de preços da economia é uma média ponderada dos preços dos produtos comercializáveis ( $P_C$ ) e não-comercializáveis ( $P_N$ ).

A partir desta equação, os modelos especificam as equações de preço para cada tipo de produto. A inflação dos comercializáveis depende das variações percentuais da taxa de câmbio, das tarifas de importação e de outros impostos incidentes e dos preços externos, em uma equação do tipo:

(2)  $P_C' = e' + t' + P_X'$ , sendo que o operador (') representa a taxa de variação percentual. Sem um choque de preços externos, a taxa de inflação dos comercializáveis depende da capacidade de ancoragem do câmbio e da carga impositiva (proteção setorial).

Se  $P_C' = 0$ , por força da política de estabilização, os modelos tratam de definir uma equação de preços para os produtos não-comercializáveis. Tais equações apresentam o seguinte formato

$$(4) P_N' = \beta(M/y' + E(P_{t+1}) + f).$$

Sendo  $M/y'$  o aumento na oferta de moeda na economia, vale dizer, a taxa de inflação varia positivamente com ( $M'$ ) e negativamente com a oferta de produtos ( $y'$ ). O operador ( $E$ ) representa a expectativa da sociedade sobre o nível de preços no período seguinte (quanto maior a expectativa sobre  $P_{t+1}$ , maior a taxa de inflação). O último termo à direita ( $f$ ) representa a variável fiscal (déficit ou superávit).<sup>4</sup>

A estabilidade dos preços depende, nestes modelos, das políticas monetária e fiscal, das expectativas e da criação de capacidade produtiva ( $y$ ). As variáveis instrumento limitam-se às políticas monetária e fiscal que, direta ou indiretamente, influenciam as expectativas e o “espírito animal” dos investidores.

Portanto, nestes modelos, a expectativa é endógena, assim como “a vontade de investir”. Daí, resulta que os modelos convergem para as formas reduzidas do tipo

$P' = P(M, f)$ , onde  $M$  representa algum agregado monetário e ( $f$ ) as variáveis fiscais, na hipótese de que estas duas variáveis determinem completamente as expectativas e o nível de atividade (taxa de crescimento do produto).

Contudo, as expectativas e a “vontade de investir” podem ser influenciadas por um conjunto complexo de resultados, fazendo com que a especificação do modelo tenha problemas com a falta de variáveis relevantes ou com a enorme complexidade na sua forma reduzida. Portanto, este exercício trata de avaliar os condicionantes do processo de estabilização através do comportamento das expectativas e do ritmo de atividade, invertendo a trajetória analítica dos modelos tradicionais que se utilizam das variáveis exógenas. Em outros termos, com expectativas negativas e/ou com restrições fundamentais ao comportamento do produto, há insuficiência na política econômica.

**O estado das expectativas é estimado pelo grau de monetização da riqueza financeira, vale dizer, pela relação  $M1/M4$ .** Quanto mais favorável fosse a expectativa sobre o nível futuro dos preços, menor seria o custo esperado de carregamento da moeda não indexada (não remunerada) e, portanto, maior seria a demanda por moeda ( $M1$ ) em relação ao total da riqueza financeira ( $M4$ ).

Naturalmente, a relação ( $M1/M4$ ) depende, também, do grau de liquidez dos agregados superiores ( $M_{2,3,4}$ ). Se a política monetária não penalizar as operações do redesconto, a relação ( $M1/M4$ ) será menor relativamente à outra circunstância em que haja penalizações. As inflações crônicas e elevadas destroem, virtualmente, a demanda por moeda não protegida contra a inflação e, nesse sentido, é a demanda por liquidez para os agregados superiores que determina o comportamento expansionista da oferta monetária durante o período inflacionário (Carneiro 1995). Neste cenário, a introdução do programa de estabilização vem carregada de incertezas quanto à evolução da demanda por moeda  $M1$ , o

---

<sup>4</sup> O formato desta equação equivale à forma reduzida do modelo IS-LM para preços:

$$Y = c(y-t) + j(r/E(pt+1)) + f \quad e$$

$M = P \cdot b(y, r)$ , sendo ( $y$ ) a renda real e  $r$  a taxa nominal de juros.

Resolvendo-se a LM para ( $r$ ), substituindo-se na IS e resolvendo-se para ( $P$ ), chega-se ao formato da equação apresentada.

que pode levar as autoridades monetárias a optarem por uma estratégia de *soft landing*, através da manutenção da liquidez dos agregados superiores. Não obstante, não há como saber se tal estratégia (se for uma estratégia) é redundante. **E o único sinal que se pode extrair de uma baixa relação (M1/M4) é a existência de incertezas (das autoridades ou dos agentes econômicos).**

Embora essencial para o crescimento, o estímulo aos investimentos depende das restrições de financiamento para que a formação de capacidade produtiva se efetive. Este tipo de abordagem é tratado pela literatura sobre os hiatos macroeconômicos, segundo a qual os investimentos são determinados pela disponibilidade de financiamento.<sup>5</sup>

Em geral, tais modelos identificam três hiatos restritivos à formação de capital. O primeiro refere-se ao hiato fiscal. Esta restrição se impõe quando o setor público não possui recursos para implementar os investimentos públicos (em transporte, energia, comunicações, etc) complementares aos investimentos privados. O segundo tipo de hiato é relativo à escassez de poupança externa (hiato cambial). O aumento dos investimentos requer importações complementares (principalmente bens de capital) que, sem o devido financiamento, impedem o crescimento e impõem medidas de ajuste do balanço de pagamentos que, na maioria das experiências, tratam de reduzir a absorção interna, com queda no ritmo da atividade econômica. O terceiro tipo de hiato é o que retrata a disponibilidade de poupança agregada, ou seja, para um déficit máximo do balanço em transações correntes, o investimento depende do excedente interno que resulta da diferença entre a poupança privada e o déficit público (hiato de poupança).

Em qualquer momento, mas especialmente nos períodos de estabilização, o excesso de demanda por investimento, relativamente às fontes de financiamento, pode desestabilizar a economia. A pressão por serviços públicos leva ao aumento dos preços públicos e/ou ao financiamento inflacionário do governo. A pressão sobre o balanço de pagamentos força a desvalorização cambial, com impacto imediato sobre os preços. Da mesma forma, o excesso de absorção interna, para um dado déficit em conta corrente do balanço de pagamentos, gera elevações de preço.

O papel da política econômica é evitar que tais pressões perturbem a estabilidade monetária, o que geralmente é obtido, no curto prazo, através das políticas de crédito e de juros. Os experimentos de estabilização com ancoragem tendem a ser expansionistas, no início, em função do aumento da renda disponível do setor privado (fim do imposto inflacionário), das dificuldades para se administrar a política monetária, em decorrência da incerteza quanto à demanda por moeda, e pela própria expansão do déficit público causada pela ancoragem cambial (Ohana 1996). Com isso, o efeito acelerador estimula os investimentos e a pressão de demanda agregada provoca elevações acentuadas no nível da renda. Sem os financiamentos adequados, os hiatos de recursos forçam a política econômica a “esfriar” a economia.

---

<sup>5</sup> Ver, por exemplo, Taylor, L. (1990) e Abreu, M.P. et alii (1994)

A inconsistência macroeconômica, configurada pelas restrições de financiamento, é o fundamento de todo processo inflacionário, exacerbado, em países como o Brasil, pela cultura da indexação. Planos de ancoragem são, essencialmente, rompedores da inércia inflacionária e, sem as necessárias alterações nas condições de financiamento (estrutura da economia), não são capazes de produzir os meios para o crescimento sustentado. Não obstante, é importante ressaltar que a vitória contra a inércia inflacionária robustece a credibilidade da política econômica, o que pode, pelo fator das expectativas, estimular o aumento da oferta voluntária de financiamentos, como por exemplo a oferta de crédito externo.

A questão, portanto, que se apresenta para o acompanhamento dos planos de estabilização é identificar o *status* do equilíbrio econômico vis-a-vis alguma condição de transversalidade para a economia.

Se o programa econômico de estabilização fosse simplesmente um supressor da inércia inflacionária (e.g. congelamento de preços), a dispersão dos índices de preços seria ampla, sinalizando risco de uma acomodação inflacionária. Com isso, os agentes econômicos buscariam maior proteção no mercado financeiro, comparativamente ao que se observa em economias estáveis. Conseqüentemente, a relação (M1/M4) tenderia a ser menor nas economias em vias de estabilização e inversamente relacionada ao grau de incerteza implícito no programa.<sup>6</sup>

Em paralelo, enquanto as restrições ao crescimento forem mais efetivas do que o esperado para uma economia equilibrada, observar-se-á uma amplitude maior dos valores das taxas de crescimento do produto real. De outra forma, os coeficientes de variação das taxas de crescimento das economias em vias de estabilização serão maiores do que os observados em economias tradicionalmente estáveis.

O coeficiente de variação não compara taxas de crescimento. Tanto faz crescer 10% em todos os trimestre, quanto 1%. Em ambos os casos, a variância seria nula, o que resultaria em um coeficiente de variação igualmente nulo. Portanto, o indicador mede a volatilidade da taxa de crescimento. Uma economia com preços estáveis, mas com elevada volatilidade do produto significa que não se adequou às restrições macroeconômicas, para uma dada taxa pretendida de crescimento. Neste cenário, os planos dos agentes econômicos ficam entravados, implicando barreiras à expansão da capacidade instalada, perda de eficiência, pressões políticas por proteção econômica e, no longo prazo, instabilidade.

Este trabalho procura mapear a posição dos programas brasileiro (Plano Real) e argentino (Plano Cavallo) de estabilização através do desempenho das variáveis (M1/M4) e do coeficiente de variação da taxa de crescimento dessazonalizada do produto real, em cada ano, nos últimos 10 anos.

---

<sup>6</sup> Como argumentado na introdução deste artigo, se a política econômica permite perfeita liquidez a todos agregados monetários, a incerteza tem natureza oficial.



### III) O mapa da estabilização: Resultados

O objetivo desta parte é analisar o comportamento dos planos brasileiro e argentino de estabilização, à luz de dois indicadores que refletem, por um lado, a expectativa dos agentes econômicos e, por outro, a inconsistência macroeconômica. Os indicadores são referenciados aos valores observados para economias tradicionalmente estáveis: Japão e Estados Unidos.

A trajetória das expectativas é acompanhada pelo comportamento da relação M1/M4. O grau de inconsistência macroeconômica é indicado pelo coeficiente de variação da taxa de crescimento trimestral dessazonalizada do produto interno bruto real da cada país.<sup>7</sup>

A relação M1/M4 é utilizada para o Brasil, pois se trata de uma definição nacional de agregados monetários. Para os EUA, foi utilizada a relação M1/M3. Para os demais países, foram utilizados os dados do *monetary survey*, constantes do International Financial Statistics/ FMI.<sup>8</sup>

Os valores para comparação resultam da média aritmética dos dados trimestrais do período 1985 -1994, com os seguintes resultados:

Tabela 1

#### Japão e EUA: Médias dos coeficientes de variação do PIB dessazonalizado e dos graus de monetização - 1985 - 1994: Valores de referência

| Países | Coef. de Variação | Grau de Monet. |
|--------|-------------------|----------------|
| EUA    | 0,223             | 0,226          |
| Japão  | 0,307             | 0,229          |

Fonte: International Financial Statistics. IMF. Vários exemplares.

Para referência das trajetórias brasileira e argentina adotaram-se os limites superiores de 0,30 para o coeficiente de variação da taxa de crescimento do produto e de 0,23 para o grau

<sup>7</sup>Para a Argentina foi utilizado o coeficiente de variação da taxa de crescimento do produto industrial. O produto agrícola, composto em grande parte por *tradeables*, tem acesso ao crédito externo e, portanto, o reflexo mais significativo das políticas monetária e de crédito recaem sobre a parte industrial.

<sup>8</sup>Os valores de M1 correspondem aos dados da linha Money (rubrica 34). Os valores que representam o agregado superior foram obtidos a partir de : Domestic Credit ( rubrica 32) - Net Foreign Asset ( rubrica 31). Todos os dados constam do *monetary survey* do IFS/FMI. O M<sub>3</sub> norte-americano inclui: Dinheiro, depósitos a vista, aplicações de over, fundos mútuos, depósitos (de poupança e a prazo), acordos de recompra a prazo e Eurodólares a prazo. Ficam excluídos: Títulos de poupança, títulos do Tesouro a curto prazo, aceites bancários e papéis comerciais.

de monetização. A amplitude do coeficiente de variação, para os dois países, está entre 4,17 (Japão em 1993) e 0,027 (EUA em 1994). A amplitude do grau de monetização é mais estreita: 0,199 (EUA em 1985) e 0,271 (EUA em 1994).

O gráfico 1 utiliza os valores de referência de estabilidade para classificar os quadrantes em que se ajustam as economias brasileira e argentina quanto à estabilização:

Quadrantes I e IV - As expectativas são positivas e a circunstância é favorável às reformas econômicas.

Quadrantes II e III - As expectativas são adversas e o sucesso das reformas é incerto.

A posição ótima para a economia em vias de estabilização estaria na parte inferior do quadrante I, ou seja, com um coeficiente de variação de 0,30 e um coeficiente de monetização 0,23. Se se admite que os movimentos em torno da credibilidade são mais difíceis do que aqueles que suavizam as restrições, uma vez que estas dependem mais diretamente do menu da política econômica, pode-se afirmar que as posições nos quadrantes I e IV são preferíveis àquelas dos quadrantes II e III. De outra forma, os movimentos para a direita, no gráfico 1, sinalizam aumento nas chances de sucesso de estabilização. Assim, pode-se analisar a evolução cronológica dos cenários econômicos segundo a combinação de movimentos ao longo do gráfico 1:<sup>9</sup>

1) Para a direita (maior credibilidade), acompanhado de aumento do coeficiente de variação (maior restrição): Sinaliza uma conduta não apropriada da política econômica, que desperdiça a credibilidade.

2) Para a esquerda (menor credibilidade), com redução do coeficiente de variação da taxa de crescimento (menor restrição): Representa que os agentes econômicos, de certa forma, não acreditam na consistência temporal das medidas.

3) Para a esquerda, com aumento do coeficiente de variação: Sinaliza a involução do programa.

---

<sup>9</sup>Está implícito em toda a análise que as economias são política, social e economicamente motivadas a crescer. A circunstância de não crescer decorre do infortúnio imposto pelas restrições. Se tal hipótese não prevalecer, o indicador de volatilidade da taxa de crescimento perde significado, uma vez que o país poderia ter como meta não crescer, o que o levaria a não ferir as restrições.

4) Para a direita, com redução do coeficiente: Perspectiva de sucesso.

Com esta classificação, podem-se analisar os resultados obtidos para o Brasil e a Argentina, no período 1985 - 1996:

Tabela 2

**Brasil e Argentina: Evolução das expectativas dos agentes econômicos e o comportamento da inconsistência macroeconômica - 1985 - 1996.**

|             | Argentina  |       | Brasil     |       |
|-------------|------------|-------|------------|-------|
|             | Coef. Var. | M1/M4 | Coef. Var. | M1/M4 |
| 1985        | 2,39       | 0,273 | 0,508      | 0,152 |
| 1986        | 4,10       | 0,300 | 0,852      | 0,317 |
| 1987        | -1,42      | 0,210 | -136,053   | 0,159 |
| 1988        | -1,47      | 0,186 | -2,881     | 0,092 |
| 1989        | -5,57      | 0,091 | 1,388      | 0,078 |
| 1990        | 1,93       | 0,172 | -1,243     | 0,244 |
| 1991        | 2,68       | 0,221 | 41,853     | 0,132 |
| 1992        | 0,67       | 0,214 | -8,566     | 0,075 |
| 1993        | 1,91       | 0,220 | 1,108      | 0,053 |
| 1994        | 9,67       | 0,220 | 0,527      | 0,119 |
| 1995        | -1,43      | 0,226 | -271,650   | 0,106 |
| 1996        |            |       | 1,567      | 0,106 |
| Ago95/Jul96 |            |       | 2,534      | 0,096 |

Fontes: Boletim de Conjuntura do IPEA (vários números), Revista Conjuntura Econômica da FGV (vários números), IFS/IMF (vários números) e Indicadores Macroeconômicos de la Argentina (CEPAL/ Buenos Aires, vários exemplares).

Alguns dados da tabela 2 foram selecionados e representados no gráfico 1. O gráfico não permite a comparação dos valores do coeficiente de variação além de + ou - 10.

A média do valor absoluto do coeficiente de variação da taxa de crescimento do produto, para o Brasil, no período analisado, foi de 38,97 (127 vezes maior que o valor de referência), enquanto que, para a Argentina, foi de 7,73 (25,2 vezes maior). A monetização média na Argentina também é mais favorável (21,2%), ao passo que a do Brasil foi 38 pontos de porcentagem menor (monetização média de 13,6%).

A comparação entre os dois países, quanto à dispersão do coeficiente de variação, fica prejudicada uma vez que os dados para a Argentina se referem ao produto industrial, somente. A maior monetização na Argentina está ligada à menor sofisticação do mercado financeiro, o que tende a distribuir os efeitos das crises inflacionárias a uma porcentagem maior da população, transformando este problema em um evento político de maior repercussão, se comparado à experiência brasileira. A falta de alternativa para a proteção

dos haveres financeiros, na Argentina, resultou em rápida escalada da dolarização da economia, ao final da década de 80, o que facilitou a ancoragem cambial, através do ordenamento dos preços relativos e de uma convergência mais rápida dos preços dos comercializáveis em relação aos demais. No Brasil, este processo de ordenamento dos preços relativos foi construído mediante a superindexação promovida pela URV e a convergência será certamente mais lenta.<sup>10</sup>

### **A experiência argentina**

A economia argentina tem apresentado um coeficiente de monetização muito próximo do padrão internacional, com exceção do período correspondente à hiperinflação de 1989, quando caiu para 9%. A inauguração do primeiro Governo Menem reintroduziu a credibilidade nos agentes econômicos, deslocando a economia para a direita, no gráfico 1, com menor coeficiente de variação do produto. Em outros termos, a economia evoluiu significativamente rumo à estabilização. Embora as restrições ao crescimento, em 1990, fossem substancialmente menores que as do ano anterior, a credibilidade do programa inicial de governo era, ainda, baixa. O Plano Cavallo, em 1991, respondeu a esta ansiedade, permitindo um aumento substantivo da credibilidade. Não obstante, o aumento do nível de atividade deflagrou as restrições, sinalizando que o governo tinha campo de manobra para operar reformas estruturais necessárias. Tais medidas de política econômica foram implementadas em 1992, resultando em uma queda substancial do coeficiente de variação do produto (caiu de 2,68 para 0,67).

Neste sentido, o ano 2 do programa pode ser classificado como o ano do *turning point*: A economia acabou movimentando-se para a esquerda (pequena perda de credibilidade). Os agentes passaram a desconfiar da consistência temporal das medidas adotadas e, a partir de 1992, comprovaram as expectativas. As restrições ao crescimento cresceram em 1993 e 1994 e a credibilidade volta ao patamar de 1991 (ano 1) sinalizando que o programa não consegue juntar reformas e credibilidade, ou seja, as medidas internas ao programa de ancoragem dão provas de insuficiência, ao longo dos anos 3 e 4 do plano.

Em 1995, um segundo *turning point*. O limite à utilização dos instrumentos da política de crédito interno força a economia a entrar em recessão. Com a política monetária "desativada", a recessão é, relativamente aos anos 3 e 4 do programa, mais estável e, ao mesmo tempo, mais acreditada. A economia se movimentou para a direita (maior credibilidade) e com menor volatilidade da taxa de (não) crescimento. A rigidez do programa argentino não permite que se agridam as restrições, o que serve para aumentar sua credibilidade.

O desafio, para o ano 5 do programa, é promover reformas que permitam deslocar a economia para a direita e para cima, no gráfico 1. Isto implica, necessariamente, em remover as restrições que, no caso da ancoragem absoluta, estão no lado externo da economia. A

---

<sup>10</sup> Convergência, pode-se propor, em relação aos preços relativos dos parceiros comerciais. Até junho de 1996, os preços continuavam divergindo. O Boletim Conjuntural do IPEA, nº 34, pp 14, aponta a seguinte evolução para a razão de preços (comercializáveis/serviços), segundo os dados do IPC/FIPE: jun94 = 1,00, dez94 = 0,83, jun95 = 0,60, dez95 = 0,49 e jun96 = 0,44.

política econômica, aparentemente, ressentiu-se de maior independência da política monetária para romper o ponto de "no growth". O problema é como fazer a revisão do regime cambial sem levar a economia para a esquerda do gráfico 1 (perda de credibilidade).

Em suma, o plano de ancoragem total, implementado em 1991, resultou no fim acreditado do processo inflacionário. Não resolveu os problemas relativos às restrições ao crescimento, levando a economia a uma forte recessão no ano 5 do programa. Sem a remoção das restrições, de forma a permitir um crescimento econômico justificável, o programa fica cada vez mais exposto às insatisfações políticas que, embora não pertençam ao campo de análise macroeconômica convencional, têm um papel relevante na definição dos espaços viáveis de atuação da política econômica. O plano de estabilização argentino não está terminado. Faltam medidas que contornem as restrições ao crescimento, o que pode incluir uma reformulação da estrutura do plano (abandono da taxa fixa de câmbio).

### **A experiência brasileira**

Ao longo do período 1985-96, a economia brasileira ficou sujeita a três grandes planos de estabilização (Cruzado, Collor I e Real). A inspeção da tabela 2 revela que nos anos seguintes a estas incursões da política econômica, os coeficientes de variação aumentaram substancialmente, acompanhados por queda de credibilidade. Se tais anos fossem subtraídos da amostra, o coeficiente de variação cairia da média de 38,97 para 1,98.

Os três planos representaram movimentos para a direita no gráfico 1, relativamente aos respectivos anos imediatamente anteriores. O plano Cruzado implicou uma elevadíssima credibilidade, mas o coeficiente de variação aumentou 68 pontos de percentagem. O plano não tinha instrumentos, e eventualmente nem estratégia, de política econômica para resolver os problemas estruturais da economia, apesar do aval conferido pela sociedade. No ano seguinte (1987), a falta de credibilidade e a inoperância das medidas refletiram o deslocamento da economia para a esquerda, acompanhado de elevação muito forte do coeficiente de variação. Configurou-se o insucesso.

A exemplo do Plano Cruzado, o Plano Collor I foi recebido com elevada credibilidade. O grau de monetização superou a marca de referência internacional, mas o coeficiente de variação (em valor absoluto) ficou inalterado, levando a economia a saltar do 2º para o 4º quadrante. Contudo, o ano de 1991 deixou claro que o programa não continha e/ou não conseguiu implementar medidas de reforma que, apoiadas na credibilidade, suavizassem as restrições macroeconômicas. No ano seguinte, os indicadores se deterioraram. A economia saltou, de volta, do 4º quadrante para o 2º, com a credibilidade um pouco superior àquela observada em 1989, mas com o terceiro maior coeficiente de variação do período pós-1985. Os indicadores apontam que os Planos Collor I e Cruzado foram muito semelhantes: Acreditados e inoperantes.

O ano 1 do Plano Real provocou um deslocamento para a direita (gráfico 1), acompanhado de uma forte redução no coeficiente de variação. Não obstante, o salto de credibilidade não foi tão forte quanto os observados nos planos Collor I e Cruzado. Admitindo-se que  $M1/M4 = 0,23$  é o grau máximo de credibilidade, o ano 1 do Plano Real ficou 48,3% abaixo da meta (em 1989, a economia estava 77% abaixo). O coeficiente de variação que, em 1993,

era 3,7 vezes maior que o coeficiente de referência, caiu para 1,75 vezes a meta internacional. Em resumo, o ano 1 representou uma melhora significativa no quadro geral da estabilização, mas ainda estava distante dos valores de referência.

O ano 2 (1995) representou um retrocesso. A economia se movimentou para a esquerda, no gráfico 1, além de ampliar demasiadamente o coeficiente de variação. Fatores como a crise mexicana, a desvalorização cambial de março e a política monetária sob fogo cruzado estão na raiz desta queda de credibilidade. A impossibilidade de implementação das reformas constitucionais e o aperto no crédito interno respondem pelo aumento no coeficiente de variação. O grau de credibilidade ficou 53,9 % abaixo da referência, enquanto o coeficiente de variação ficou além de 900 vezes o coeficiente de referência.

No período agosto95 - julho96, a credibilidade havia caído um pouco mais, relativamente ao valor de 1995, embora com um coeficiente de variação significativamente menor. Seguindo a classificação apontada acima, este movimento representa que os agentes econômicos não estariam depositando confiança na forma empregada pela política econômica para superar as restrições.

O ano de 1996 foi estimado a partir das simulações do IPEA/GAC para o comportamento do PIB trimestral. Mantido constante o coeficiente de monetização, a política econômica teria progredido quanto à superação das restrições, o que pode estar ligado à diminuição do déficit público.

O Plano Real precisa aumentar a credibilidade. Não há fórmulas para tanto. Contudo, é aparente que o indicador de credibilidade está na dependência da própria confiança das autoridades econômicas que têm sido tímidas na regulamentação dos instrumentos de política monetária, permitindo liquidez aos agregados superiores. A ser esta a conjuntura, resta especular sobre os motivos de tal defensivismo oficial, o que, por fim, acaba por representar um tipo qualificado (e informado) de falta de credibilidade. Não obstante, a crítica à administração da política monetária não pode ser contundente (ela pode estar certa) e cabe sugerir que a política econômica acelere a execução das medidas que reduzam, inequivocamente, os elementos de ameaça à estabilidade no mercado de moeda, ou seja, os déficits fiscal e o *quasi*-fiscal.

O Plano Real está, ainda, muito dependente das reformas estruturais, de forma a reduzir o coeficiente de variação do produto, do patamar atual de 2,0, para a meta de 0,30, valor nunca alcançado nos últimos 12 anos.

Em quase três anos, o plano tem flutuado entre o 2º e o 3º quadrantes, com os indicadores apresentando um grau elevado de volatilidade e distante dos valores de referência. Isto não representa um risco iminente ao programa, mas uma expectativa de dificuldades crescentes, inversamente associadas a medidas de austeridade econômica e de redução das ineficiências (custo Brasil e o protecionismo exacerbado). A estratégia sinalizada de aprofundamento da ancoragem cambial (desvalorização inferior à inflação esperada), acompanhada da redução da relação salário/câmbio, com o propósito de acelerar a convergência dos índices de preços, reforça a necessidade de se implementarem as reformas que suavizem as restrições macroeconômicas, sob o risco de um surto recessivo que atrepele a credibilidade

(consistência temporal) do programa, especialmente, por se tratar de um período de eleições majoritárias. O Plano está a meio caminho. O programa tem estratégia e instrumentos disponíveis, fatores que permitiram sua sobrevivência por mais de dois anos. Resta, nesta circunstância, redobrar a decisão política tomada em 1994.

## Conclusões

O propósito deste trabalho é discutir os critérios que permitam avaliar a condição e a evolução dos planos de estabilização. A principal pergunta desta discussão refere-se à definição dos critérios que levem a considerar um programa deste tipo terminado. A sugestão apresentada é que uma economia em vias de estabilização deve ter um coeficiente de variação da taxa de crescimento dessazonalizada do produto e um coeficiente de monetização próximos da média destes coeficientes observados para economias inequivocamente estáveis. Se as particularidades institucionais de um país não permitirem a comparação internacional, espera-se que a economia estabilizada apresente um padrão consistente com a estabilidade dos preços, por um período de tempo aceitável. Contudo, dificilmente, este padrão próprio poderia ser muito díspare em relação aos valores assumidos como referência.

A aplicação desta metodologia às experiências brasileira e argentina, no período entre 1985 e 1996, aponta que:

1) Em períodos que a taxa de inflação foi exacerbada (Argentina 1989, Brasil 1989 e 1993) os coeficientes de monetização foram mínimos ( 9,1% na Argentina 89, 7,8% e 5,3% no Brasil 1989 e 1993, respectivamente).

2) As credibilidades dos Planos Austral (Argentina 1985), Cruzado (Brasil 1986) e Collor I (Brasil 1990), avaliadas pelos coeficientes de monetização, foram muito maiores que as dos Planos Cavallo (Argentina 1991) e Real (Brasil 1994). Este resultado abre espaço para a discussão sobre o papel das expectativas no desenvolvimento dos planos. Um raciocínio linear permitiria dizer que o Plano Cruzado foi três vezes mais acreditado que o Plano Real, nos respectivos lançamentos, o que não correspondeu aos resultados comparados (em ambos os momentos, as alterações na forma de operação do mercado financeiro foram desprezíveis). A grande diferença do Plano Real foi o elevado nível da taxa real de juros vis-a-vis o nível internacional. Nesta circunstância, a taxa real de juros sinaliza risco e, portanto, o comportamento dos agentes foi consistente com o que se espera deste indicador. Este ponto realça a importância de se estudar, mais aprofundadamente, o papel da credibilidade nos programas de estabilização.

3) A sustentação do Plano Real tem sido conseguida apesar da baixa taxa de monetização observada no período (média de 11%). Este resultado pode ter três tipos de explicação. O primeiro, a variável credibilidade não se qualifica, como propõem os defensores das expectativas racionais, como relevante para os programas econômicos. O segundo, o coeficiente de monetização subestima a credibilidade dos agentes econômicos, em função da administração da política monetária. Neste caso, as autoridades monetárias é que não acreditam. O terceiro, há uma "banda" de autonomia para a política econômica, em relação

ao grau de credibilidade do programa. Em outros termos, há uma taxa de substituição entre credibilidade e o rigor da política econômica, mesmo na democracia. Este último argumento, contudo, deveria resultar em aumento da credibilidade do programa, à medida em que a inflação permanecesse reduzida, o que não tem acontecido.

Descartados o primeiro e o terceiro argumentos, resta a dúvida sobre as razões do defensivismo do Banco Central.

4) O gráfico 2, que detalha somente os Planos Real e Cavallo, mostra que ambos os programas resultaram em elevada volatilidade vertical da economia (alteração do coeficiente de variação). Este comportamento revela que ambos os programas têm por resolver os problemas estruturais que restringem o crescimento destas economias. Importante notar que a dispersão dos coeficientes de variação na Argentina é menor que a do Brasil (Plano Real). Descontado o efeito de os dados argentinos serem referentes ao produto industrial, este resultado é uma consequência da diferença de estrutura das duas ancoragens. Na Argentina, a conversibilidade reduz o poder discricionário das autoridades monetárias para resistir à queda no nível de atividade. Com isso, a queda de 4 pontos de percentagem do PIB, em 1995, foi acompanhada de um coeficiente de variação de 1,43, enquanto, no Brasil, a queda acumulada do PIB em 1995, de 0,15 pontos de percentagem, implicou um coeficiente de variação de 271.

Se se considera que a volatilidade do ritmo de atividade é proporcionalmente mais problemático, sob o ponto de vista social, quanto maior for o grau de concentração da renda, um regime de ancoragem tipo câmbio fixo é preferível, sempre e quando as condições estruturais da economia forem impeditivas do crescimento.

5) A volatilidade dos coeficientes de variação indica que os *policymakers* não estão cedendo às restrições, ajustando a estabilidade monetária através do controle sobre a taxa de crescimento do produto. A firmeza da política econômica, neste sentido, pode servir para manter a confiança dos agentes econômicos. O rompimento de qualquer restrição em favor do crescimento levaria a um ajustamento de preços relativos arriscado para o programa. Este procedimento de ajustar a estabilidade via o nível de atividade faz parte do processo de estabilização, embora seja necessário que a política econômica tenha uma condição de transversalidade, do tipo representado pelos valores de referência, atrelada a um cronograma. Para este fim, fica reforçada a tese das reformas estruturais, com o requisito de que a política monetária permita ao mercado revelar o grau de credibilidade das medidas propostas, reduzindo a liquidez dos agregados monetários superiores a M1.

Em suma, os planos Real e Cavallo representaram uma evolução rumo à estabilidade. Ambos os programas carecem notadamente de reformas estruturais que lhes permitam sair da circunstância politicamente arriscada do *stop-and-go*. A credibilidade do programa argentino, até 1995, era muito próxima da meta que se deva alcançar. No Brasil, a credibilidade é baixa. O indicador pode estar viesado pela administração “cautelosa” da política monetária, pois fica difícil explicar a sustentação do programa, por mais de dois anos, com um indicador de credibilidade no nível revelado pelos dados. Com isso, os analistas e a própria política econômica perdem informação relevante para o



acompanhamento do programa e desenho de novas iniciativas. As recomendações seriam: Intensificar as reformas, já amplamente discutidas no país, evitar o protecionismo que prejudique a eficiência econômica e dotar a política monetária de mais arrojo, permitindo que a credibilidade implícita no programa se revele, o que auxiliaria o financiamento do setor público e o reordenamento dos prazos dos passivos.

# Gráfico 1 BRASIL & ARGENTINA

## MONETIZAÇÃO E COEFICIENTE DE VARIAÇÃO DAS TAXAS TRIMESTRAIS DE CRESCIMENTO DO PIB DESSAZONALIZADO

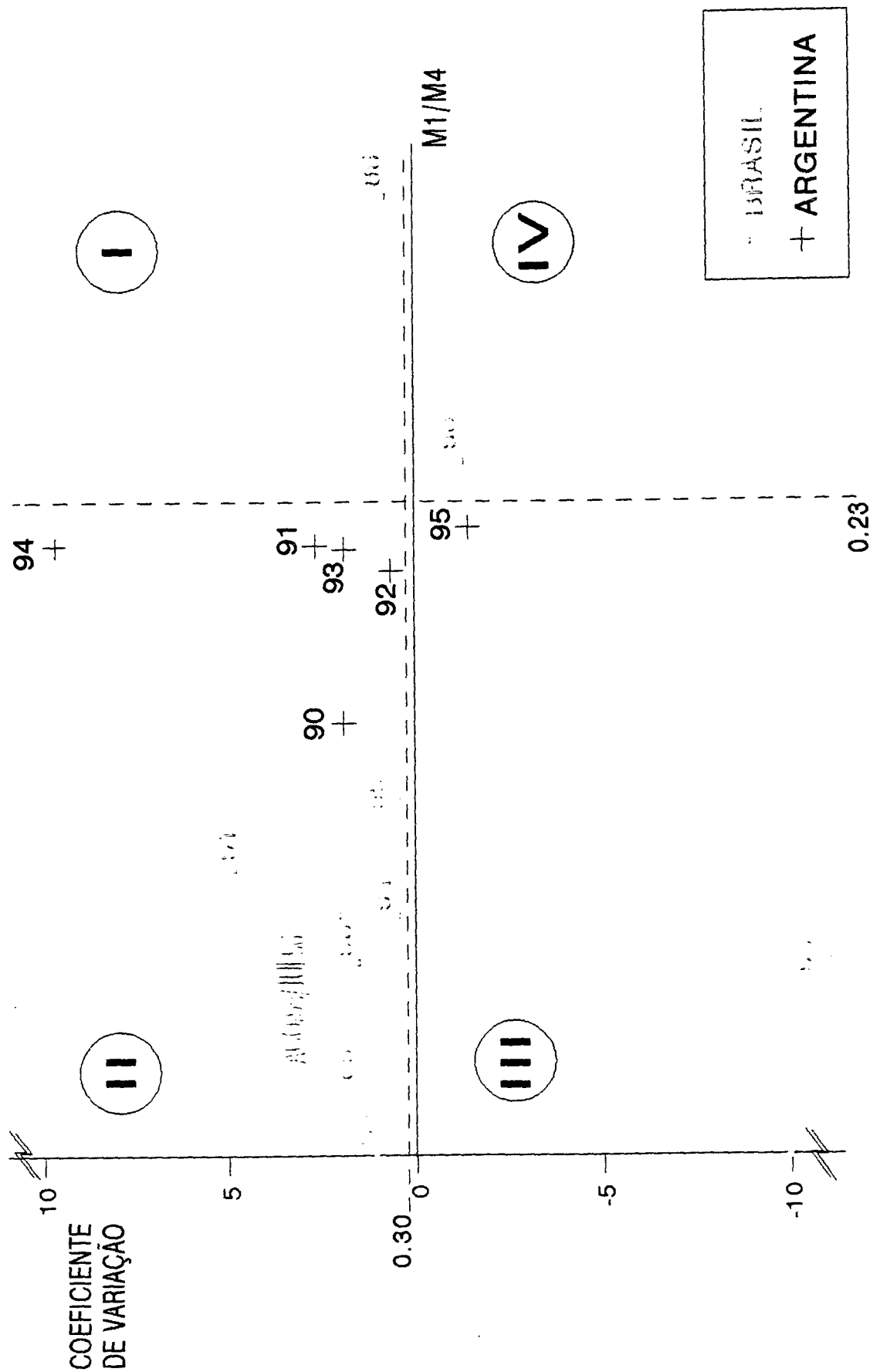
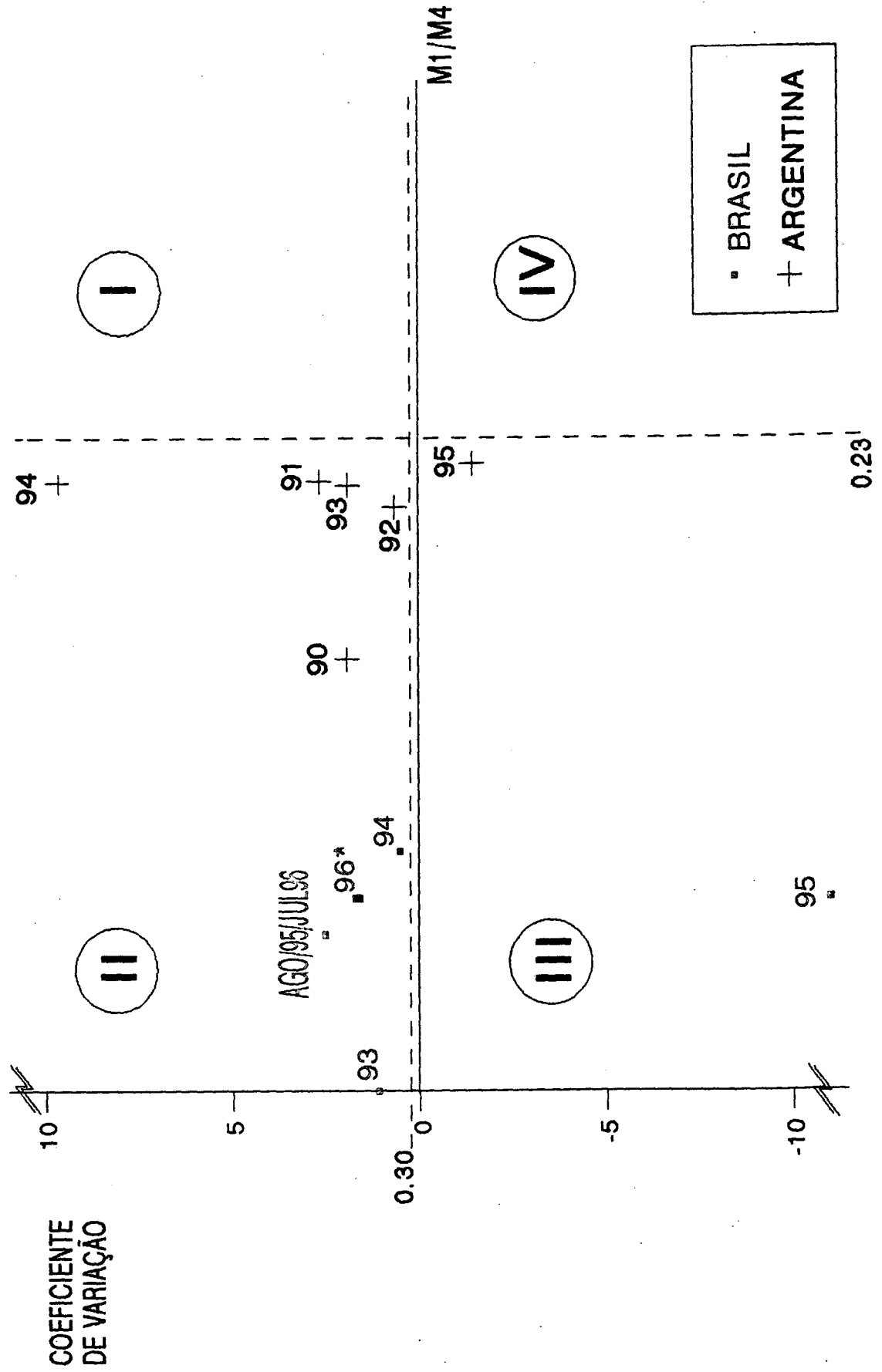


Gráfico 2

BRASIL & ARGENTINA: PLANOS REAL E CAVALLO

MONETIZAÇÃO E COEFICIENTE DE VARIAÇÃO DAS TAXAS TRIMESTRAIS DE CRESCIMENTO DO PIB DESSAZONALIZADO



## BIBLIOGRAFIA

- ABREU, Marcelo de P.; CARNEIRO, Dionísio D.; WERNECK, Rogério L.F. Government and economic growth: a Three-gap view of the long-run prospects of the Brazilian economy. Rio de Janeiro: PUC, 1994. (Texto para Discussão, 327). 33p.
- CARNEIRO, Dionísio Dias. A política monetária e a remonetização pós-real. Rio de Janeiro: PUC, 1995 (Texto para Discussão, 351). 35p.
- DORNBUSCH, Rudiger. Exchange rates and inflation. Cambridge: MIT, 1992. 475p.
- GHOSH, Atish R. International capital mobility amost. The major industrialized countries: to little for too much? The Economic Journal, Oxford, v.105, n.428, p.107-128, Jan.1995.
- HAUSMANN, Ricardo; REISEN, Helmut. (coord.). Securing stability and growth in Latin America: policy issues and prospects for shock-prone economies. Paris: OECD, 1996. 126p.
- KHAN, Mohsin S.; MONTIEL, Peter J.; HAQUE, Nadeen U. (coord.). Macroeconomic models for ajustment in developing countries. Washington: International Monetary Fund, 1991. 323p.
- OHANA, Eduardo Felipe. Política cambial e o déficit do governo central. Brasília: CEPAL, jul.1996. (LC/BRS/DT.004). 17f.
- TAYLOR, Lance. Gap disequilibria: inflación, investment, saving and foreign exchange. Osford: Queen Elizabeth House; Torino: Centro Studi Luca D'Agliano. Mar.1990. (Development Studies Working Papers, 16). 22p.