ipea
Instituto de Planejamento Econômico e Social
IPLAN
Instituto de Planejamento

TEXTOS PARA DISCUSSÃO INTERNA

Nº 177

"A POLÍTICA MONETÁRIA DE U PLANO DE ESTABILIZAÇÃO: UM AGENDA PARA REFLEXÃO"

Fabio Giambiag

Novembro de 198

Livros Grátis

http://www.livrosgratis.com.br

Milhares de livros grátis para download.

Planejamento Econômico e Social
IPEA/IPLAN
SETOR DE DOCUMENTAÇÃO
IPLAN

TEXTOS PARA DISCUSSÃO INTERNA

Nº 177

330.908
I59
TDI/177
ex. 2

"A POLÍTICA MONETÁRIA DE UM PLANO DE ESTABILIZAÇÃO: UMA AGENDA PARA REFLEXÃO"

Fabio Giambiagi

Novembro de 1989

Tiragem: 100 exemplares

Trabalho concluído em: Novembro de 1989

Instituto de Pesquisas do IPEA
Instituto de Planejamento Econômico e Social
Avenida Presidente Antonio Carlos, 51 - 13º/17º andares
Rio de Janeiro/RJ
20020

SEPLAN - P.R.
INSTITUTO DE PLANEJAMENTO
ECONÔMICO E SOCIAL
SETOR DE DOCUMENTAÇÃO
Fnº 1024
DATA 23 / 01 / 90.
TOMBO
8326-7

Este trabalho é de inteira e exclusiva responsabilidade de seu autor. As opiniões nele emitidas não exprimem necessariamente, o ponto de vista da Secretaria de Planejamento e Coordenação da Presidência da República.

A POLÍTICA MONETÁRIA DE UM PLANO DE ESTABILIZAÇÃO: UMA AGENDA PARA REFLEXÃO*

Fabio Giambiagi**

I. INTRODUÇÃO

II. BASES PARA A DISCUSSÃO: ALGUNS NÚMEROS SOBRE O CASO BRASILEIRO

III. OS PROBLEMAS DE EXECUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA NUM PLANO DE ESTABILIZAÇÃO

IV. O CARÁTER SUBSIDIÁRIO DA POLÍTICA MONETÁRIA E A INTERFACE COM OS COMPORTAMENTOS DA POLÍTICA FISCAL E DOS MERCADOS ESPECULATIVOS

V. CONCLUSÕES

VI. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

---

*Uma versão preliminar do texto mereceu comentários de Guilherme Gomes Dias, Newton de Castro, José W. Rossi e Flávio Castelo Branco, a quem o autor agradece as respectivas observações.

**Do BNDES, cedido ao INPES/IPEA e da FEA/UFRJ.

SINOPSE

O trabalho trata de alguns aspectos importantes de um programa de estabilização, relacionados com a discussão da política monetária. Defende a idéia de que a eficácia da mesma é limitada e de que a responsabilidade principal para o êxito do programa descansa na política fiscal. Mostra como, logo depois de um choque, a interpretação da verificação de taxas elevadas de expansão monetária é ambígua e analisa-se a importância de questões referentes à credibilidade e ao timing das políticas oficiais. Conclui que é difícil estabelecer uma norma rígida a priori e que a melhor recomendação é executar a política monetária observando o comportamento dos mercados especulativos, enquanto implementa-se o ajuste fiscal e procura-se ganhar a confiança dos agentes em relação à consistência do plano.

I. INTRODUÇÃO

O traçado da política monetária "ideal", a ser implementada como ingrediente de um plano de estabilização, continua a ser um dos desafios mais complexos e difíceis, colocados para as autoridades econômicas que adotam um programa de combate à inflação, baseado na combinação de medidas ortodoxas com outras, de natureza heterodoxa, como o congelamento de preços.

O problema principal referente à questão é o caráter ambíguo dos efeitos de uma expansão monetária acentuada nos momentos imediatamente posteriores a um choque. Isso porque, dependendo das circunstâncias, um mesmo fluxo de emissão pode ser interpretado como uma mera remonetização - natural quando a inflação cai drasticamente - ou, pelo contrário, como indicador antecedente de uma futura reaceleração inflacionária.

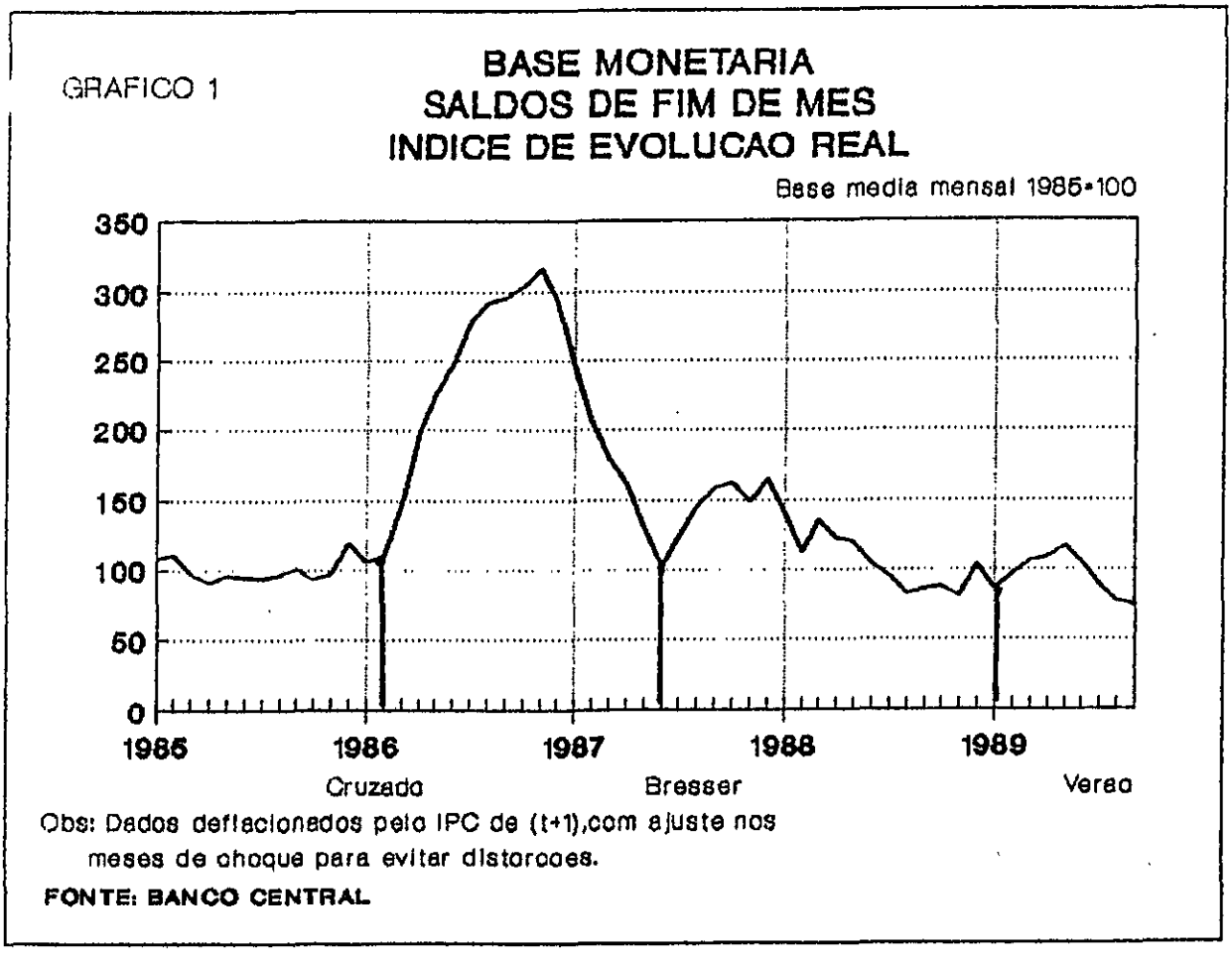
Em torno desse problema maior, há uma série de outros aspectos que tornam o controle monetário uma das áreas mais delicadas de planos como os que foram executados, com êxito, em países como Israel e Bolívia, ou os que fracassaram em outros casos, como o do Austral argentino e o Cruzado brasileiro.

A proposta deste artigo é a de sistematizar a discussão referente ao tema da política monetária no contexto de um choque antinflacionário. Procurar-se-á analisar os aspectos mais críticos do problema e , como parte desse esforço de ordenação de idéias, levantar algumas indagações e questionar outras interpretações a respeito de determinados pontos.

O texto encontra-se dividido em cinco seções, incluindo esta pequena introdução. Depois desta, são expostos alguns números para balizar a discussão, tendo como referência o caso brasileiro. Na seção III, são tratados os problemas práticos e teóricos associados à tomada de decisão sobre o tema por parte das autoridades econômicas. Na seção IV defende-se a idéia de que uma política monetária contracionista representa um instrumento auxiliar e provisório do plano, cujo pilar fundamental deveria ser a política fiscal. Por último, são mencionadas as principais conclusões do trabalho.

II. BASES PARA A DISCUSSÃO: ALGUNS NÚMEROS SOBRE O CASO BRASILEIRO

Ao longo do período 1985/89, a base monetária, medida em termos reais, apresentou o comportamento exposto no Gráfico 1. À margem de eventuais fenômenos sazonais - como, por exemplo, o salto que costuma se verificar em dezembro e a queda imediatamente subseqüente -, destacam-se os processos de remonetização observados depois dos três planos de estabilização adotados no país nos meses de fevereiro/86, junho/87 e janeiro/89.



A evidência de que há um processo de fuga da moeda quando a inflação aumenta, associada à constatação de que, com a queda brusca desta, aquele processo sofre uma reversão parcial, suscita naturalmente a pergunta sobre qual é o espaço disponível para a remonetização, na presença de um choque desinflacionário, sem que se gerem novas pressões sobre o nível de preços.

Para dar conta dessa questão, é preciso ter em mente uma equação de demanda de moeda à la Cagan, que, por sua vez, serve para responder a algumas indagações preliminares, notadamente:

a) Qual é a taxa de inflação que resulta, em condições de equilíbrio, de uma determinada razão senhoriagem/PIB.[1]

b) Qual é a relação máxima senhoriagem/PIB consistente com o equilíbrio e qual é a taxa de inflação correspondente a ela.

Admite-se que a demanda de moeda como proporção do PIB é expressa pela equação

$$\frac{B}{Y} = k \cdot (1+\Pi^e)^{-\alpha} \qquad (1)$$

onde:

B= Base monetária;
Y= PIB;
k= Coeficiente de monetização observado com estabilidade de preços;
π^e= Nível anualizado da taxa instantânea de inflação;
α= Parâmetro de elasticidade.

Para o caso brasileiro, utilizamos os valores de k e α estimados em Giambiagi e Valls(1989), com base nos dados de 1980/88, sendo k= 0,05 e α= 0,8026.[2] Apesar das deficiências da estimação, observa-se na Tabela 1 que a

---

[1]Entende-se por "condições de equilíbrio" a verificação de uma taxa de inflação estável.

[2]Para efeitos da estimação, considerou-se também a hipótese de perfeita previsão da taxa de inflação.

equação fornece uma "explicação" razoável para o que de fato ocorreu com a demanda de moeda nos anos 80 . A exceção fica por conta dos anos de 1987 e 1988, o que, por outro lado, paradoxalmente, convalida em parte a qualidade do ajuste. De fato, a equação é utilizada para o cálculo do coeficiente de monetização no caso de equilíbrio, dando origem ao conhecido formato do imposto inflacionário na forma de uma curva de Laffer. Quando a economia está fora desta curva, o ajuste não "funciona", o que significa que o imposto inflacionário é maior do que aquele teoricamente arrecadado no caso de equilíbrio. Isto quer dizer, por sua vez, que na prática os agentes não conseguem ajustar a demanda de moeda instantaneamente, o que é próprio de processos hiperinflacionários. Nesse sentido, a equação (1) seria válida para o equilíbrio e teria deixado de sê-lo, no caso brasileiro, justamente quando o Brasil ingressou numa trajetória de hiperinflação em 1987.[3]

Tabela 1

BRASIL-COEFICIENTES DE MONETIZAÇÃO OBSERVADOS E ESTIMADOS

Ano	Inflação Dez/Dez IGP-DI (%)	Coef. monetização observado	Coef. monetização estimado c/base na equação (1) (%)
1980	110	3,4	2,8
1981	95	2,7	2,9
1982	100	2,9	2,9
1983	211	2,3	2,0
1984	224	1,7	1,9
1985	235	1,6	1,9
1986	65	3,1	3,3
1987	416	2,0	1,3
1988	1038	1,3	0,7

Fonte: Banco Central do Brasil. O coeficiente de monetização foi definido como sendo igual à relação base monetária média do ano/PIB.

Seguindo a metodologia exposta no já citado trabalho de Giambiagi e

[3]Em outras palavras, admite-se que o gráfico da relação senhoriagem/PIB como função da inflação em condições de equilíbrio, tem um ponto de máximo. Quando o nível de senhoriagem "necessário" para financiar o déficit ultrapassa esse ponto, a inflação assume uma trajetória sistematicamente aceleracionista.

Valls, a Tabela 2 calcula a relação senhoriagem/PIB que cabe esperar, em condições de equilíbrio, dados os valores mencionados dos parâmetros k e α e supondo um crescimento real da base monetária, em linha com o PIB, de 5% ao longo do ano.[4]

Tabela 2

RELAÇÃO "SENHORIAGEM"/PIB COMO FUNÇÃO DA INFLAÇÃO ANUAL

Inflação anual(%)	Senhoriagem/PIB(%)
0	0,2
20	1,0
40	1,5
60	1,8
80	2,0
100	2,1
120	2,2
140	2,3
160	2,3
180	2,4
200	2,4
300	2,4
400	2,3
500	2,2
600	2,1
700	2,0
800	1,9
900	1,9
1000	1,8

OBS: Em todos os casos, admite-se um crescimento real da base monetária de 5% ao longo do ano.

[4]Define-se a relação senhoriagem/PIB como o quociente(Base monetária em 31 dezembro ano t - Base monetária em 31 dezembro ano t-1)/PIB ano t.

Observe-se que o máximo da mencionada relação consistente com o equilíbrio é algo próximo a 2,5% do PIB, associado a uma inflação anual da ordem de 200/300%.[5]

Podemos agora tentar estimar qual é o espaço que havia, em cada um dos três planos de estabilização tentados recentemente no Brasil, para uma remonetização que não pressionasse os índices de inflação. Para isso, supôs-se que a inflação posterior ao choque fosse nula e calculou-se o valor do coeficiente de monetização vigente por ocasião da deflagração do plano. Este foi obtido dividindo a posição da base monetária na época pelo quádruplo do PIB trimestral do trimestre correspondente - divulgado nos Boletins de Conjuntura do INPES/IPEA -, corrigido pelo quociente (Índice suposto de preços no dia do choque/Índice de preços médios do trimestre). Utilizando o IGP-DI, no caso do Plano Cruzado, considerou-se que o índice de 28 de fevereiro seria igual ao de março, ao passo que nos outros dois planos, deflagrados em torno do dia 15, o índice de preços do dia foi considerado igual ao do própio mês de referência. Por sua vez, em relação à base monetária, enquanto a posição de 28/2/86 é um dado conhecido, para as posições de 15/6/87 (Plano Bresser) e 15/1/89 (Plano Verão) adotou-se o dado referente à média dos saldos do mês. Chegou-se assim aos coeficientes de monetização (base monetária/PIB) abaixo discriminados:

Plano	Data	Coeficiente monetização(%)
Cruzado	28-2-86	1,54
Bresser	15-6-87	1,34
Verão	15-1-89	1,26

Tais coeficientes, a seguir, foram cotejados com duas hipóteses em relação ao coeficiente de "chegada" passível de ser observado, em decorrência de um processo de remonetização associado à hipótese de inflação nula.

Essas hipóteses foram de um coeficiente de monetização de 5% - correspondente a k=0,05 em (1) - e uma outra, alternativa - que supõe que as

---

[5]Este tipo de abordagem segue o clássico artigo de Friedman (1971), no qual calcula-se a taxa de inflação que maximiza o imposto inflacionário. Para um tratamento mais recente do tema, envolvendo também outras questões, ver Anand e Van Wijnbergen (1988).

inovações financeiras dos últimos anos reduziram o valor de k -, de 4%.[6] A taxa de variação mensal da base monetária (m) que resulta da adoção dessas hipóteses foi obtida com base na equação

$$m = \left[\frac{k}{(B/Y)}\right]^{1/n} - 1 \qquad (2)$$

onde

k = Coeficiente "alvo" de monetização

(B/Y) = Coeficiente de monetização observado por ocasião do choque.

n = Número de meses de ajustamento da demanda de moeda dos agentes frente à estabilidade de preços.

Os resultados, supondo três casos de ajustamento de 1, 3 e 6 meses, figuram na Tabela 3. Note-se que o espaço para a remonetização é dado pelo caso em que n=1. Nos outros dois casos, apenas, a mesma expansão monetária é distribuída ao longo de um espaço de tempo maior.

---

[6]Esta última hipótese, embora totalmente arbitrária, não pode ser considerada irrealista. Vale notar, a propósito, que no caso dos últimos dois planos de estabilização a remonetização imediatamente posterior ao plano foi muito menos intensa que depois do Cruzado, reflexo, provavelmente, das inovações financeiras registradas depois do fracasso deste último e da conseqüente reaceleração inflacionária observada.

Tabela 3

TAXAS MENSAIS DE EXPANSÃO MONETÁRIA CONSISTENTES
COM O AJUSTAMENTO DO COEFICIENTE DE MONETIZAÇÃO
NO CONTEXTO DA ADOÇÃO DE UM PLANO DE ESTABILIZAÇÃO (%)

Plano	Período de ajustamento (número de meses)					
	1		3		6	
	k=0,04	k=0,05	k=0,04	k=0,05	k=0,04	k=0,05
Cruzado	159,7	224,7	37,5	48,1	17,2	21,7
Bresser	198,5	273,1	44,0	55,1	20,0	24,5
Verão	217,5	296,8	47,0	58,3	21,2	25,8

OBS: Em todos os casos, considerou-se que a inflação imediatamente posterior ao choque é nula. Para critérios de cálculos, ver o texto.

Observe-se que, em qualquer das situações, partindo de um coeficiente de monetização da ordem de 1,0/1,5% e podendo chegar a um nível de 4,0/5,0% o espaço existente para a remonetização, na presença de uma expectativa de inflação futura nula, era considerável.

III. OS PROBLEMAS DE EXECUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA NUM PLANO DE ESTABILIZAÇÃO

Conforme frisa Bodin (1988), "...um dos aspectos mais controvertidos de um programa de estabilização baseado em políticas de controle de preços.... diz respeito ao papel da política monetária. Com a súbita e pronunciada queda da inflação, a demanda de moeda elevar-se-á de forma substancial. Assim sendo, se o governo quiser evitar o impacto recessivo trazido pela elevação dos juros, terá que remonetizar a economia rapidamente. Entretanto, se a remonetização da economia for feita de forma demasiadamente rápida, a credibilidade do própio programa de estabilização pode ser colocada em risco" (p.145).

A condução da política monetária, portanto, apresenta-se como um dos pontos mais delicados da implementação de um programa antinflacionário. O espaço que separa uma política "correta" de um erro fatal é muito pequeno, de

modo que a autoridade econômica é levada a operar "no fio da navalha".[7]

Parte dos problemas a serem enfrentados deriva do fato de que a política "ótima" em steady state não é uma referência válida quando ocorre um processo de remonetização. Vendo a mesma questão sob outro ângulo, sendo este último um fenômeno do tipo once and for all, existe uma política "ótima" no curto prazo que não é compatível com a regra "ideal" da política monetária num horizonte temporal mais dilatado, o que levanta duas questões correlatas: a) qual é a melhor política para o curto prazo? e b) em que momento ela deve ser mudada?[8]

A resposta a estas questões implica gerar um número para a taxa de expansão "ideal" da base monetária no período de n meses que dura o ajustamento dos agentes à nova situação. Isso exige ter uma noção quantitativa minimamente precisa de dois parâmetros:

- o valor de "chegada" do coeficiente de monetização (B/Y), dado um valor para π^e em (1).

- a duração da fase de ajustamento da demanda de moeda.

Para dar conta destas questões - em particular da primeira delas - é preciso ter em mente uma certa equação da demanda de moeda nos termos de (1), apesar das precariedades de estimação como as destacadas por Foxley e Vial (1988): "O problema da instabilidade ou mudança estrutural representa uma ameaça permanente à qualidade das estimações empíricas na América Latina, principalmente se as observações cobrem períodos muito longos" (pag.300).

---

[7]Para o leitor interessado na análise dos problemas de execução da política monetária no contexto da crise financeira latino-americana, recomenda-se a leitura de Zahler(1988). Para o tratamento genérico do caso brasileiro, ver Correa do Lago e Moura(1988). Para uma análise dos problemas específicos causados no Brasil pelo sistema de reservas defasadas, ver Fraga Neto(1987).

[8]Este tipo de questões trazem à tona o que na literatura é conhecido como o problema da "inconsistência dinâmica". Nas palavras de Fischer(1980), "...o problema ocorre quando a política ótima, calculada no momento zero de tempo e que determina trajetórias ótimas para as variáveis de política, implica valores para estas políticas correspondentes a um ponto mais tarde no tempo, t, que não serão ótimos quando a política seja reavaliada ao chegar o momento t".

Além disso, dada a dificuldade de se definir exatamente a taxa de juros relevante, é mais fácil estimar uma equação de demanda de moeda que omita essa variável, mas os resultados da estimação são usados para definir a política justamente numa fase de juros altos, quando qualitativamente estes sem dúvida inibem e freiam o processo de remonetização.[9] Por outro lado, o coeficiente de monetização é obviamente influenciado pela alta da inflação, mas o processo não é simétrico, porque as inovações financeiras não desaparecem quando a inflação cai drasticamente, o que torna o coeficiente k obtido na estimação um parâmetro instável.

Tendo que se mover condicionada por parâmetros cujo valor "verdadeiro" desconhece, a autoridade econômica enfrenta o risco de que, se a expansão monetária for excessiva, a política dará uma impressão de descontrole, gerando expectativas negativas quanto à evolução da inflação futura. Paralelamente, isso propiciará um movimento de acumulação especulativa de estoques, favorecido pela taxa de juros baixa, com efeitos óbvios sobre a demanda da economia, o que pode ser negativo quando se está perto do limite de plena ocupação de capacidade.

É importante destacar, neste ponto, que o período considerado para avaliar se o nível da taxa de juros real é "alto" ou "baixo" depende de como e quando os agentes supuserem que vai se dar o descongelamento. O argumento é exposto em GAC(1989) com as seguintes palavras: "Na definição da estratégia (dos agentes), é fundamental o horizonte de tempo relevante para a decisão a ser tomada referente à aplicação dos recursos....O raciocínio intertemporal...coteja a variação esperada do preço do produto... com a remuneração acumulada no over prevista para o mesmo intervalo. Dada a crença na ocorrência de um salto no preço dos bens reais depois do congelamento e em virtude do prenúncio de queda posterior das taxas de juros, é perfeitamente factível ter uma situação na qual essas taxas, mesmo muito elevadas no curto prazo em termos reais, sejam insuficientes para concorrer com a suposta valorização dos bens reais, dentro de um horizonte temporal mais amplo. Evidentemente, existindo perfeita previsão da inflação, o melhor momento para

---

[9]Entre diversos critérios para medir a taxa de juros estão os seguintes: conceito (ex-ante vs. ex-post), prazo (curto vs. médio/longo), deflator (índice x ou outro qualquer), etc.

a compra é aquele imediatamente anterior ao descongelamento. Como, porém, não se sabe até quando este irá durar, o consumidor tende a comprar antes de seu término para ter a segurança de conseguir o preço congelado" (pag.1, grifos nossos). Isto significa que embora a taxa nominal de juros seja muito maior do que a inflação, no curto prazo, a taxa real "relevante" para o longo prazo pode ser baixa.[10]

Por outro lado, esta explicação é consistente com a tese de Sargent e Wallace (1986), de que para uma determinada série de déficits sucessivos, uma política monetária apertada no presente implica, para uma dada colocação de títulos, um aumento da inflação no futuro. Assim, é razoável que os agentes se desfaçam de parte dos seus ativos financeiros para a compra de bens reais, aproveitando a conjugação de preços congelados no presente com a expectativa de liberação futura dos mesmos.

Do conjunto de observações feitas até agora, a principal conclusão que cabe tirar é que o efeito da política monetária sobre os preços depende de como os agentes formem suas expectativas em relação ao aumento futuro dos preços. Com base na equação de trocas

$$MV = PQ \qquad (3)$$

definindo como M o estoque de moeda, V a velocidade de circulação desta, P o nível de preços e Q a renda real, tem-se

$$P = f\,(\overset{+}{M},\ \overset{+}{V},\ \overset{-}{Q}) \qquad (4)$$

Sendo V função da inflação esperada π^e e admitindo - para facilitar - que a renda real se mantém estável, então

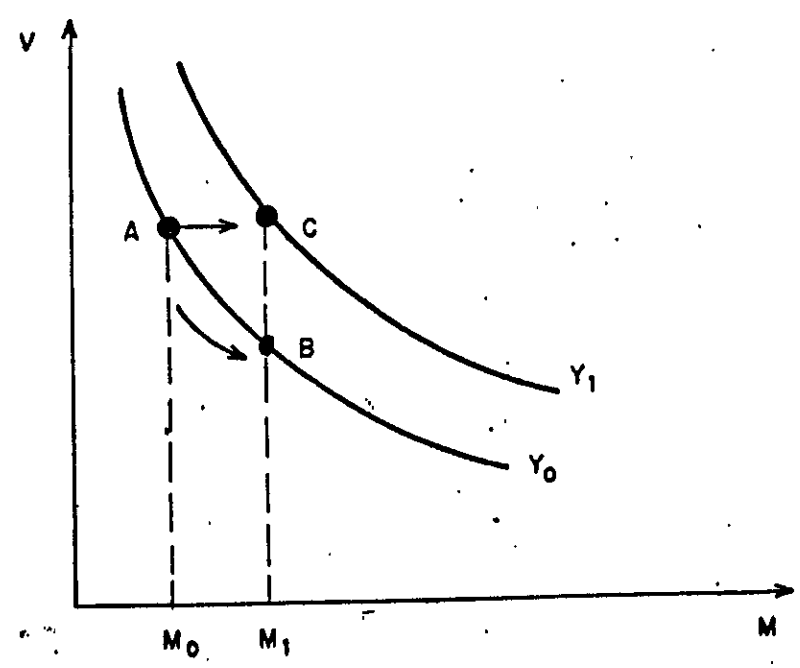
---

[10] De qualquer modo, há um problema potencial passível de ser colocado pelo fato de a taxa de juros ser elevada no curto prazo e diz respeito ao impacto positivo que esta pode causar sobre o gasto, supondo que os agentes consomem uma determinada fração da sua renda e que entre os componentes desta se encontra o fluxo de juros recebidos pela posse de títulos. Para uma discussão teórica e empírica disto, com base na experiência dos Estados Unidos nas últimas três décadas, ver Cantor(1989).

$$P = f\ (M,\ V(\pi^e)); \qquad V' > 0 \qquad (5)$$

Isso significa que, num gráfico como o 2, quando ocorre um choque desinflacionário seguido de expansão monetária, um mesmo crescimento monetário pode gerar um deslocamento da curva da renda nominal Y=P.Q - decorrente do aumento dos preços - ou na própria curva - devido a uma redução da velocidade da moeda de V associada à queda da inflação esperada, o que comporta um aumento once and for all da emissão, sem gerar pressões sobre os preços. Em outras palavras, a variação do estoque monetário de M_o para M_1 é compatível com dois cenários totalmente diferentes. No primeiro, a economia passa de A para B, com o incremento de M em (3) sendo compensado pela queda de V e o nível de preços P estável. No segundo, a economia passa de A para C, com a expansão da moeda, na mesma equação, sendo a causa da inflação.

GRÁFICO 2



Em outras palavras, uma certa taxa de variação da quantidade de moeda não pode ser considerada um indicador suficiente de qual será a taxa de inflação, posto que esse impacto dependerá de como se comporte a velocidade da moeda e, portanto da inflação esperada π^e.

A questão-chave, portanto, é identificar o que é que determina o valor de π^e de modo a compatibilizar uma expansão monetária inicial elevada com uma taxa de inflação baixa.

IV. O CARÁTER SUBSIDIÁRIO DA POLÍTICA MONETÁRIA E A INTERFACE COM OS COMPORTAMENTOS DA POLÍTICA FISCAL E DOS MERCADOS ESPECULATIVOS

Dos números que foram expostos e discutidos na Seção II, os pontos a destacar são os seguintes:

a) A relação "senhoriagem"/PIB máxima consistente com o equilíbrio é da ordem de 2,5%.

b) O financiamento do déficit passível de ser financiado com emissão monetária, no contexto de uma inflação anual semelhante à da década de 70 é da ordem de 1,0/1,5% do PIB.

c) Taxas de inflação dessa magnitude são consistentes com um coeficiente de monetização da ordem de 4,0% do PIB, muito maior do que o observado atualmente, de apenas 1,0%.

A orientação de política fiscal que se depreende desses dados é inequívoca: o déficit público deve ser reduzido até o ponto em que ele possa ser financiado através de uma modesta colocação de títulos e de uma emissão monetária igualmente moderada.

Já a recomendação de política monetária derivada da análise daqueles números não é totalmente clara, pelo fato de uma mesma taxa de expansão da moeda ser compatível com dois cenários de inflação totalmente diferentes entre si.

Vimos anteriormente que, na presença de um choque, o impacto

inflacionário da monetização depende crucialmente da inflação esperada pelos agentes. Esta, por sua vez, não pode depender da emissão monetária, no período imediatamente subseqüente ao choque, pois isso daria origem a um raciocínio inconsistente, em termos lógicos.

A questão fundamental, então, é saber o que define a expectativa inflacionária dos agentes e, em função disso, determinar a política monetária mais apropriada.

A resposta para isso é que os agentes se guiam em função da percepção que eles tenham do estado das finanças públicas numa perspectiva de médio e longo prazo. Quanto maior for o déficit potencial, portanto, para um dado limite da colocação de títulos, maior será a inflação esperada. É importante distinguir o déficit potencial do efetivo: aquele corresponde ao que resulta da ausência dos fatores de contração meramente conjunturais, enquanto que o último é, por definição, afetado por medidas episódicas. Uma redução do gasto com o funcionalismo, baseada na queda do salário real deste, por exemplo, tende a reduzir o déficit efetivo, mas não o potencial, pois os agentes econômicos supõem que as pressões contrarestantes acabarão por restabelecer o nível de salário real inicial.

As autoridades econômicas defrontam-se então com três desafios:

- como realizar o ajuste fiscal exigido pela política antinflacionária.

- como convencer as pessoas de que o ajuste está sendo realizado e afeta não apenas o déficit efetivo mas também - e principalmente - o potencial.

- como evitar que a eventual desconfiança dos agentes em relação à sustentação do ajuste pressione a alta dos preços.

O papel da política monetária diz respeito a este último ponto. A adoção de uma estratégia de juros elevados visa evitar que a expectativa de uma inflação alta - causada pela percepção, correta ou equivocada, dos agentes, de um desajuste fiscal expressivo - seja sancionada pela política monetária. De fato, se esta for muito expansiva, não caindo a velocidade de circulação da moeda, o aumento dos preços é uma fatalidade. Já quando a expectativa de inflação é corrigida para baixo, a velocidade de circulação da

moeda cai e a economia comporta uma expansão não inflacionária da base monetária e do M1. Nos termos do Gráfico 2, isso implica um deslocamento ao longo da curva Y_0, com o nível de preços estável, lembrando que a velocidade da moeda, sendo função direta da inflação esperada, cai quando esta última é corrigida para baixo depois de um choque bem-sucedido.

A política monetária deve portanto ser apertada enquanto:

a) não for feito um ajuste estrutural das finanças públicas, o que pode exigir um certo tempo até que as reformas sejam implementadas;

b) O ajuste estrutural, caso ocorra, não seja percebido como tal pelos agentes.

Um aspecto importante é identificar o grau de confiança dos agentes na sustentação do plano e na viabilidade da meta de estabilidade de preços - ou de uma inflação baixa.[11] Essa confiança pode ser aferida através de um acompanhamento sistemático da evolução dos mercados especulativos, tipicamente o dólar "black", o mercado de ações e os mercados de ativos reais como carros, gado e imóveis. O aumento dos preços destes ativos tende a sinalizar uma certa falta de confiança na sustentação do congelamento, de modo que uma política monetária expansionista, nessas circunstâncias, apenas acentuaria o processo especulativo e a alta dos preços.

O "abrandamento" da política monetária deve se dar, portanto, tão somente quando, existindo uma percepção generalizada em relação à sustentação do ajuste fiscal, a expectativa de inflação se adapte a isso e a procura por moeda aumente, com a mudança da composição de portofólio do público em favor dos haveres monetários.

---

[11] Na prática, no primeiro momento imediatamente posterior a um plano de estabilização, a adoção de uma política de juros elevados é inevitável, caso se pretenda que o programa tenha êxito. Isto porque a conquista da confiança do público não se dá subitamente. Vale lembrar que mesmo no famoso caso alemão de 1923 a credibilidade só se firmou depois de algumas semanas. Ver a respeito, Bresciani-Turroni(1937), especialmente o capítulo sobre a reforma monetária e os seus comentários acerca do caráter "extremamente incerto", no início, dos efeitos do decreto de 15 de outubro.

V. CONCLUSÕES

A existência de uma correlação inversa entre a taxa de inflação e o coeficiente de monetização (base monetária/PIB) faz com que a interpretação do significado de uma taxa de expansão monetária elevada logo depois de um choque com congelamento seja ambígua. Isto porque, de acordo com uma "leitura" do fato, isso pode apontar para uma retomada do processo inflacionário, ao passo que, conforme um entendimento alternativo, pode ser um mero efeito da acomodação da demanda de moeda dos agentes frente à nova conjuntura, sem gerar quaisquer efeitos perturbadores sobre os preços.

O impacto efetivo da política monetária sobre os preços, no contexto de um plano de estabilização, depende de como a velocidade da moeda se ajuste à nova situação, o que, por sua vez, está condicionado pela expectativa inflacionária futura.

Se o governo consegue implementar um programa de ajuste fiscal que seja percebido como duradouro pelos agentes econômicos, o ajuste das expectativas pode ser praticamente instantâneo e nesse caso não há por que esperar conseqüências inflacionárias do eventual aumento da base monetária. Caso, entretanto, o ajuste não seja "crível" desde o primeiro momento do plano, a política monetária terá que ser apertada até que os agentes passem a confiar na consistência do mesmo e, com a redução da perspectiva de inflação, a velocidade de circulação da moeda diminua, abrindo espaço para o aumento não inflacionário da emissão.

Conclui-se, portanto, que a política monetária de um plano de estabilização tem o caráter de ser um instrumento auxiliar, no sentido de que a responsabilidade principal pelo êxito ou pelo fracasso do plano é da política fiscal. Entretanto, a boa condução da mesma é fundamental, no caso do plano não gozar da confiança imediata dos agentes, posto que um "afrouxamento" prematuro da política monetária pode detonar um processo de alta dos preços, antes dos efeitos benéficos do ajuste fiscal começarem a se fazer sentir.

VI. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANAND, R. e VAN WIJNBERGEN, S.(1988). "Inflation, external debt and financial sector reform: a quantitative approach to consistent fiscal policy with an application to Turkey". National Bureau of Economic Reserarch, Working Paper 2731, October.

BODIN, P.(1986). "Keynes, Sargent e o papel da política monetária em um plano de estabilização". Pesquisa e Planejamento Econômico, vol.18, nº 1, Abril.

BRESCIANI-TURRONI, C."The economics of inflation - a study of currency depreciation in post - war (1914-1923)". Inglaterra.

CANTOR, R.(1989). "Interest rates, household cash flow, and consumer expenditures". FRBNY Quarterly Review, Summer.

CORREA DO LAGO, L. A. e MOURA, A.(1988). "Déficit público e dificuldade de controle monetário em regime de dominância fiscal". Publicado em Ferreira da Silva, J. C.(org.), "Déficit público, inflação e crescimento", Relatório Interno nº 10, INPES/IPEA, setembro 1988.

FISCHER, S. (1980). "Dynamic inconsistency, cooperation, and the benevolent dissenbling government". Journal of Economic Dynamics and Control.

FOXLEY, J. e Vial, J.(1988)."Modelos macroeconómicos aplicados en América Latina: revisión de experiancias y problemas"; in Cortázar, R.(org.), latinoamericana", CIEPLAN, Santiago del Chile, 1988. "Politicas Macroeconómicas: una perspectiva latinoamericana", CIEPLAN, Santiago del Chile, 1988.

FRAGA NETO, A. (1987). "Problemas do controle monetário no Brasil". Anais do XV Encontro Nacional de Economia - ANPEC.

FRIEDMAN, M. (1971) "Government revenue from inflation". Journal of Political Economy, 79(4), July/August.

GIAMBIAGI, F.e Valls, P.(1989). "Financiamento do déficit público e inflação:

um modelo para o caso brasileiro". Textos para Discussão Interna, nº 169, INPES/IPEA, agosto.

GRUPO DE ACOMPANHAMENTO CONJUNTURAL - GAC - (1989). "Os juros do verão: uma avaliação". Carta de Conjuntura nº 8, INPES/IPEA. Abril.

SARGENT, T. e WALLACE. (1986). "Some unpleasant monetarist Arithmetic". in Sargent, T., "Rational expectations and inflacion". New York, Harper e Row, 1986.

ZAHLER, R. (1988). "Politica monetaria y financiera". in Cortázar, R. (org.), "Políticas macroeconómicas: una perspectiva latinoamericana", CIEPLAN, Santiago del Chile, 1988.

TEXTOS PARA DISCUSSÃO INTERNA

EDITADOS A PARTIR DE 1988

N°130-"A Sensibilidade das Medidas de Desigualdade à Padronização da Jornada de Trabalho", Ricardo Paes de Barros, Janeiro 1988, 28 p.

N°131-"Influência das Paridades Cambiais sobre a Dívida Externa: O Caso Brasileiro - 1983/86", Fabio Giambiagi, Janeiro 1988, 23 p.

N°132-"O (Des) controle do Endividamento de Estados e Municípios - Análise Crítica das Normas Vigentes e Propostas de Reforma", Fernando Rezende e José R. Afonso, Janeiro 1988, 75 p.

N°133-"O Efeito-Tanzi" e o Imposto de Renda da Pessoa Física: Um Caso de Indexação Imperfeita", Fabio Giambiagi, Março 1988, 17 p.

N°134-"Estimação e Resultados do MOPSE - Modelo para Projeções do Setor Externo", Sandra M. Polónia Rios, Regis Bonelli, Eustáquio J. Reis, Março 1988, 86 p.

N°135-"Investimento em Capital Fixo na Economia Brasileira: Estimativas Trimestrais para o Período 1975/87", Armando Castelar Pinheiro e Virene Matesco, Março 1988, 23 p.

N°136-"Os Investimentos Governamentais na Infra-Estrutura Social: O Caso do FINSOCIAL", Bernhard Beiner, Abril 1988, 27 p.

N°137-"Testes de Exogeneidade da Moeda para a Economia Brasileira", Pedro L. Valls Pereira e João Luiz Mascolo, Maio 1988, 22 p.

N°138-"A Receita Fiscal no Brasil: 1982/87 - Análise do Comportamento da Arrecadação Global e da sua Composição", Fabio Giambiagi, Maio 1988, 18p.

N°139-"O Brasil e a Atual Rodada de Negociações do GATT", José Tavares de Araujo Jr, Maio 1988, 21 p.

N°140-"Produtividade e Vantagens Comparativas Dinâmicas na Indústria Brasileira: 1970/83", Helson C. Braga e Ernani Hickmann, Junho 1988,

23p.

N°141-"Dívidas e Déficits: Projeções para o Médio Prazo", E. J. Reis, R. Bonelli e S. M. Polónia Rios, Junho 1988, 45 p.

N°142-"Importação de Tecnologia e Esforço Tecnológico da Indústria Brasileira: Uma Análise de seus Fatores Determinantes", Helson C. Braga e Larry N. Willmore, Junho 1988, 32 p.

N°143-"Estimativas de Preços Econômicos no Brasil", Ronaldo Serôa da Motta, Junho 1988, 18 p.

N°144-"Migrações Interestaduais no Brasil, 1950/80", Manoel Augusto Costa, Junho 1988, 55 p.

N°145-"Distribuição de Renda: Evolução no Último Quarto de Século", Regis Bonelli e Guilherme Sedlacek, Junho 1988, 23 p.

N°146-"Cenários Demográficos Regionais até 2005", Manoel Augusto Costa, Junho 1988, 38 p.

N°147-"Demanda Derivada de Energia no Transporte de Passageiro", Newton de Castro, Julho 1988, 41 p.

N°148-"Mobilidade entre Classes de Renda no Brasil", Manoel Augusto Costa, Julho 1988, 50 p.

N°149-"Uma Análise Comparativa de Alguns Resultados do Suplemento Previdência da PNAD-83 e Dados da DATAPREV", Kaizô Iwakami Beltrão e Francisco Eduardo Barreto de Oliveira, Julho 1988, 36 p.

N°150-"Os Conceitos de Custo da Dívida Mobiliária Federal e Déficit Operacional do Setor Público: Uma Crítica", Fabio Giambiagi, Julho 1988, 18 p.

N°151-"Linkages and Economic Development: the Case of Brazil Reconsidered", Benedict J. Clements e José W. Rossi, Agosto 1988, 22 p.

N°152-"On the Empirical Content of the Formal-Informal Labor Market

Segmentation Hypothesis", Ricardo Paes de Barros, Agosto 1988, 50 p.

N°153-"Estabelecimento e Comparação de Linhas de Pobreza para o Brasil", Sonia Rocha, Setembro 1988, 41 p.

N°154-"Trend, Seasonality and Seasonal Adjustment", A.C.Harvey e Pedro L. Valls Pereira, Setembro 1988, 50 p.

N°155-"Decomposição dos Efeitos de Intensidade Energética no Setor Industrial Brasileiro", Ronaldo Serôa da Motta e João Lizardo de Araújo, Outubro 1988, 22 p.

N°156-"As Desigualdades Inter-Regionais de Desenvolvimento Econômico no Brasil", Thompson Almeida Andrade, Outubro 1988, 29 p.

N°157-"Produtividade Total dos Fatores de Produção na Indústria Brasileira: Mensuração e Decomposição de sua Taxa de Crescimento", Helson C. Braga e José W. Rossi, Novembro 1988, 36 p.

N°158-"Notas Sobre a Relação entre a Inflação, o 13° Salário e o Déficit Público", Fabio Giambiagi, Dezembro 1988, 14 p.

N°159-"Alta Inflação e Fronteira de Estabilidade: Um Modelo para a Análise de Trajetórias Explosivas da Inflação", Fabio Giambiagi, Dezembro 1988, 32 p.

N°160-"Indexação e Reajuste Salarial: Uma Alternativa para Lidar com o Problema da Defasagem", Fabio Giambiagi, Dezembro 1988, 17 p.

N°161-"Previsão do Nível e Ciclo da Produção Industrial", Ricardo Markwald, Ajax R. B. Moreira e Pedro L. Valls Pereira, Dezembro 1988, 43 p.

N°162-"Desempenho Tecnológico da Indústria Brasileira: Uma Análise Exploratória", Helson C. Braga e Virene Matesco, Fevereiro 1989, 37 p.

N°163-"Relação Capital-Produto Incremental: Estimativas para o Período 1948/1987", Armando Castelar Pinheiro e Virene Matesco, Março 1989, 53 p.

N°164-"Família e Distribuição de Renda: O Impacto da Participação das Esposas no Mercado de Trabalho", Ricardo Paes de Barros e Rosane S. Pinto de Mendonça, Março 1989, 29 p.

N°165-"A Dinâmica da Dívida Externa: Algumas Simulações para o Brasil", José W. Rossi, Maio 1989, 20 p.

N°166-"Incidência de Pobreza nas Regiões Metropolitanas na Primeira Metade da Década de 80", Sonia Rocha, Agosto 1989, 29 p.

N°167-"Cálculo do Valor de Pico dos Salários num Contexto de Alongamento do Período de Reajuste", Fabio Giambiagi, Agosto 1989, 16 p.

N°168-"Comportamento dos Agregados e Multiplicadores Monetários no Brasil", José W. Rossi, Agosto 1989, 20 p.

N°169-"Financiamento do Déficit Público e Inflação: Um Modelo para o Caso Brasileiro", Fabio Giambiagi e Pedro Luiz Valls Pereira, Agosto 1989, 35 p.

N°170-"Inflação e Ativos Financeiros no Brasil: Uma Aplicação da Técnica de Auto-Regressões Vetoriais", Elcyon Caiado Rocha Lima, Agosto 1989, 38p.

N°171-"Efeitos da Nova Constituição e das Propostas de Nova Legislação na Seguridade Social", Francisco Oliveira e Kaizô I. Beltrão, Agosto 1989, 54 p.

N°172-"Size and Functional Income Distribution in Brazil: Some Puzzles", Benedict J. Clements, Agosto 1989, 15 p.

N°173-"Segmentação e Mobilidade no Mercado de Trabalho Brasileiro: Uma Análise da Área Metropolitana de São Paulo", Guilherme Luis Sedlacek, Ricardo Paes de Barros e Simone Varandas, Agosto 1989, 20 p.

N°174-"Crescimento Econômico: Financiamento e Redistribuição", Ajax B. Moreira, Outubro 1989, 64 p.

N°175-"Temporal Stability of Regional Wage Differentials in Brazil", William D. Savedoff, Outubro 1989, 17 p.

N°176-"Regional Wage Differences and Segmentation in Brazil's Urban Labor Markets", William D. Savedoff, Outubro 1988, 35 p.

O INPES edita ainda as seguintes publicações: Pesquisa e Planejamento Econômico; Literatura Econômica; Coleção Relatórios de Pesquisa; Série Monográfica; Série PNPE; Série Estudos de Política Industrial e Comércio Exterior (EPICO); Relatório Interno; Boletim Conjuntural; Série Estudos sobre Economia do Setor Público (ESEP); Série Fac-Símile; Informe Técnico INPES e Carta de Conjuntura.

Livros Grátis

(http://www.livrosgratis.com.br)

Milhares de Livros para Download:

Baixar livros de Administração
Baixar livros de Agronomia
Baixar livros de Arquitetura
Baixar livros de Artes
Baixar livros de Astronomia
Baixar livros de Biologia Geral
Baixar livros de Ciência da Computação
Baixar livros de Ciência da Informação
Baixar livros de Ciência Política
Baixar livros de Ciências da Saúde
Baixar livros de Comunicação
Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE
Baixar livros de Defesa civil
Baixar livros de Direito
Baixar livros de Direitos humanos
Baixar livros de Economia
Baixar livros de Economia Doméstica
Baixar livros de Educação
Baixar livros de Educação - Trânsito
Baixar livros de Educação Física
Baixar livros de Engenharia Aeroespacial
Baixar livros de Farmácia
Baixar livros de Filosofia
Baixar livros de Física
Baixar livros de Geociências
Baixar livros de Geografia
Baixar livros de História
Baixar livros de Línguas

Baixar livros de Literatura
Baixar livros de Literatura de Cordel
Baixar livros de Literatura Infantil
Baixar livros de Matemática
Baixar livros de Medicina
Baixar livros de Medicina Veterinária
Baixar livros de Meio Ambiente
Baixar livros de Meteorologia
Baixar Monografias e TCC
Baixar livros Multidisciplinar
Baixar livros de Música
Baixar livros de Psicologia
Baixar livros de Química
Baixar livros de Saúde Coletiva
Baixar livros de Serviço Social
Baixar livros de Sociologia
Baixar livros de Teologia
Baixar livros de Trabalho
Baixar livros de Turismo