

CENTRO RICERCHE PIO MANZU'  
"Il Cactus & l'Orchidea"

Tavola rotonda  
Il caso Brasile: la bottega dei miracoli

**BRAZIL: RECENT MACRO-ECONOMIC LESSONS**

Rimini, 16 ottobre 1989

The keen interest with which academic economists and policy makers in Brazil have followed the Italian experience with economic stabilization and recovery in recent years indicates that remarkable similarities exist between the two countries, despite obvious differences in size, geography, social and institutional settings, and regional arrangements.

Two features stand out in the Brazilian case in this respect: (i) a dichotomy between the real and the financial sectors of the economy; and (ii) a deep-seated difficulty in using the full range of available instruments in an effective, coordinated fashion to gear economic policies to the overriding objective of macroeconomic stabilization. Given the combined challenges that have been confronting Brazilian authorities in recent years, i.e. the need to control an escalating fiscal deficit, curb inflation and inflationary expectations, and restore the credibility of economic management, Italy's experience in deindexing the economy and in searching for a nominal anchor for expectations may offer some valuable pointers.

As regards the first point, Brazil represents a most interesting case of a large economy endowed with abundant resources and a strong potential for growth. The persistence of high inflation and pervasive indexation have translated themselves in a sophisticated, extensive financial structure that offers residents a wide spectrum of assets yielding positive and high real rates of return. The country has thus largely avoided the "dollarization" and flight from domestic currency that have been the hallmark of other high-inflation countries in Latin America and elsewhere.

Brazil's efficient, well-developed banking system ensures smooth transactions and provides a range of

short-term instruments for hedging against high inflation.

Households and firms are heavily engaged in finance. Portfolio composition changes as a consequence of the prompt response of the relative shares of indexed and non-indexed assets to fluctuations in the opportunity cost of money. These changes affect the links between monetary aggregates, the real economy and interest rates. As the impact of shifts in policy instruments has become more difficult to predict, monetary policy has become less effective as a tool of stabilization, in a way not too dissimilar from other countries where inflation was high and financial innovation rapid. In particular, since portfolio holdings of fully indexed interest-bearing assets are extensive, monetary policy is rendered largely ineffectual for anti-inflation purposes by the positive income effects of interest rate increases. This was highlighted by the setbacks suffered by the Summer Plan launched in January of this year, which sought to combine orthodox monetary austerity with a price-wage freeze to break inertial inflation. In fact, monetary restriction caused interest rates to rise sharply, but also produced obviously undesired effects: the budget deficit soared and private sector disposable income and spending power increased.

Inflation verging on hyperinflation -- it reached a historic high of 1,000 per cent in 1988 -- has entailed significant real costs, above and beyond the conventional "welfare" or "efficiency" costs described in the economic literature or visible in the daily struggle of ordinary Brazilians. I am referring to macroeconomic and distributional costs. As regards the former, real growth performed strongly in 1985-86, then slackened abruptly in 1987 and, for the first time since 1983, turned slightly negative in 1988. This was a worrisome outturn in a country accustomed to rapid economic growth and where recession is not an allowable option. The outlook for 1989 points again to stagnant or low growth. Business investment,

which slowed considerably in 1987 and 1988, has indeed been hampered by entrepreneurs' short-term horizon in framing investment plans. As to the distributional costs, the unbalanced distribution of wealth that Brazil inherited from the past has been further skewed at the expense of those groups of the population such as fixed-income earners who cannot or do not engage in finance.

The diagnosis is somewhat more complex when we come to the second point, namely the difficulty of implementing coordinated policies to stabilize the economy, involving the fiscal, monetary, incomes and exchange rate domains.

A web of factors enmeshed in domestic politics, institutional arrangements, lags and failures in policy design and implementation is responsible for this difficulty. But the failure of successive stabilization plans in recent years (the Cruzado and Bresser Plans in early 1986 and mid-1987 respectively) may suggest one crucial lesson: "heterodox" attempts at stabilization centred on incomes policies that include a wage-and-price freeze coupled with some form of deindexation cannot succeed in the absence of supportive tight monetary and fiscal policies that are consistent with lower inflation. Sound, orthodox policies aimed at steering the path of nominal demand cannot be dispensed with.

To be specific, in neither the Cruzado nor the Bresser plan was the fiscal effort adequate to reduce aggregate demand to a level consistent with permanently lower inflation.

In the wake of these failures Brazil's policy-making community has come to recognize lately that the country's economic difficulties are grounded in excessive public sector growth and inefficiency and that without a sizable reduction of the budget deficit attempts at stabilization are likely to be doomed.

A consensus apparently was reached last year that while in a fully indexed economy, such as Brazil's,

disinflation requires some form of price and incomes policies, these should be seen as complements rather than substitutes for "orthodox" macropolicies aimed at restraining demand; they enable anti-inflation measures to overcome rigidities that result from indexation and deeply entrenched inflationary expectations.

This brings me to the issue of credibility which, together with a reduction of fiscal imbalances and a strong political commitment, is essential for a successful stabilization program.

Much of inflation is inertial in a country with a long history of high inflation and past episodes of policy failures; inflationary expectations tend to be rigid downwards. The government must therefore convince economic operators that tighter monetary and fiscal policies shall be applied as long as necessary to reduce inflation. Although the budget deficit may not be the only source of inflation, the evidence is that programs that are implemented without imposing fiscal discipline (such as the Cruzado and Bresser plans) do not succeed.

To be sure, in January 1988 the government took action aimed at gradually reducing the budget deficit to 4 per cent of GDP; with unchanged policies it was otherwise projected to rise to 7-8 per cent. This effort to contain the budget deficit was not fully successful and inflation did not subside. Actually, the emergence of a large trade surplus which was not sterilized contributed to strong monetary expansion. Inflation climbed to monthly rates of 30 per cent.

In January 1989 a new plan was launched pledging zero fiscal deficit and a reduction of indexation. But after an initial slowdown inflation rebounded and the fiscal deficit headed to as high as 7 per cent of GDP. In these circumstances monetary policy proved ineffective in restraining inflation for the reasons I discussed earlier. In the end the entire architecture of the plan collapsed and indexation was reinstated. Indeed, indexed bonds were

resurrected and rechristened National Treasury Bonds, wage indexation was maintained, and the initial fixed exchange rate gave way to a crawling peg once again. The situation is now at a standstill in the shadow of the coming presidential elections and economic prospects depend crucially on their outcome.

Let me lastly elaborate on one issue which is closer to my own concerns, that is exchange rate policy.

The latest experience shows the importance for Brazil of a firm exchange rate policy to stabilize expectations and guide private sector behavior. This has been one of the key features of the performance of the European Monetary System, one of the ingredients of its success and of the positive returns of Italy's participation in it. The exchange rate constraint has acted as an element of discipline for national policies of participating countries during the phase of disinflation in the first half of the 1980s. As a rule, changes in EMS parities did not fully accommodate inflation differentials so that most of the burden of adjustment was placed on corrective domestic policies and continuous pressure was maintained on domestic costs and prices in the higher inflation countries. The temptation to resort to competitive devaluations was resisted.

It seems to me that the option of exchange rate stabilization should be carefully considered by the Brazilian authorities who are now better equipped than at any earlier times to tackle the problem of inflation. They have indeed learned from past experience that protracted rapid inflation stifles the growth potential of the economy. The task of combatting inflation, as difficult and tiring as it is, is not beyond the realm of the possible, for the Brazilian economy, although hampered by the legacy of high inflation, does have the dynamism and the necessary resources to succeed.

Alcune considerazioni sui recenti andamenti macroeconomici  
in Brasile

Il vivo interesse con cui gli economisti accademici e le autorità politiche del Brasile hanno seguito l'esperienza italiana della stabilizzazione e della ripresa economica negli ultimi anni indica che esistono analogie rilevanti tra i due paesi, nonostante le ovvie differenze di dimensioni, geografia, contesti sociali e istituzionali, e assetti regionali.

A questo riguardo, il caso del Brasile presenta due caratteristiche: una dicotomia tra i settori reale e finanziario dell'economia; e una difficoltà radicata nell'utilizzo dell'intera gamma di strumenti disponibili, in maniera efficace e coordinata, per adeguare le politiche economiche all'obiettivo primario della stabilizzazione. Date le molteplici sfide che hanno visto impegnate le autorità brasiliane negli ultimi anni, e cioè la necessità di controllare un crescente disavanzo pubblico, di contenere l'inflazione e le aspettative inflazionistiche e di ristabilire la credibilità della gestione economica, l'esperienza dell'Italia nella de-indicizzazione dell'economia e nella ricerca di un'ancora nominale per le aspettative può offrire indicazioni preziose.

Per quanto concerne il primo punto, il paese rappresenta un caso molto interessante di un'economia di grandi dimensioni dotata di abbondanti risorse e di un forte potenziale di crescita. Il persistere di un'elevata inflazione e di un'indicizzazione molto diffusa si è tradotto in una

-----  
Traduzione dall'originale in lingua inglese

struttura finanziaria estesa e sofisticata, che offre ai residenti un ampio spettro di attività, con tassi reali di rendimento positivi e elevati. Il Brasile ha così ampiamente evitato la "dollarizzazione" e la fuga dalla valuta nazionale, che hanno caratterizzato altri paesi ad elevata inflazione nell'America Latina e altrove.

Il sistema bancario del Brasile, ben sviluppato ed efficiente, assicura fluidità alle transazioni e fornisce una gamma di strumenti a breve termine per la copertura dell'elevato rischio inflazionistico. Le famiglie e le imprese hanno investito in ampia misura in attività finanziarie. La composizione del portafoglio finanziario, le quote relative di attività indicizzate e non, si adattano prontamente alle fluttuazioni del costo-opportunità del denaro. Tali variazioni influiscono sui legami tra aggregati monetari, economia reale e tassi d'interesse. Poiché l'impatto dei mutamenti negli strumenti di politica economica è divenuto di più difficile previsione, la politica monetaria ha perso di efficacia come strumento di stabilizzazione, in maniera non troppo dissimile da quanto è avvenuto in altri paesi con inflazione elevata e innovazione finanziaria rapida. In particolare, data l'importanza dei portafogli di attività fruttifere totalmente indicizzate, la politica monetaria diventa largamente inefficace, a fini anti-inflazionistici, a causa degli effetti positivi degli aumenti dei tassi d'interesse sul reddito. Ciò è stato messo in rilievo dall'insuccesso del "Summer Plan", lanciato nel gennaio di quest'anno, che, per contenere gli effetti di trascinamento dell'inflazione, mirava a combinare un'ortodossa austerità monetaria con il congelamento dei prezzi e dei salari. In realtà, la restrizione monetaria ha causato un brusco aumento dei tassi d'interesse, ma ha ovviamente prodotto anche effetti indesiderati: il deficit di bilancio è salito vertiginosamente; sono di pari passo aumentati il reddito disponibile del settore privato e la capacità di spesa.

L'evolversi dell'inflazione in iperinflazione - essa ha raggiunto il record storico del 1.000 per cento annuo nel 1988 - ha implicato rilevanti costi reali, al di sopra e al di là dei costi tradizionali di "benessere" o di "efficienza" descritti nella letteratura economica o ben evidenti nella lotta quotidiana dei brasiliani. Mi riferisco ai costi macroeconomici e distributivi. Per quanto concerne i primi, la crescita reale che aveva dato ottimi risultati nel 1985-86, è diminuita poi bruscamente nel 1987 e, per la prima volta dal 1983, nel 1988 è divenuta leggermente negativa. Si tratta di un risultato preoccupante, per un paese abituato a una crescita economica rapida e in cui la recessione non è un'opzione accettabile. Le previsioni per il 1989 indicano ancora una crescita stagnante o lenta. Gli investimenti delle imprese, rallentati considerevolmente nel 1987 e nel 1988, sono stati ostacolati dalla ristrettezza degli orizzonti temporali degli imprenditori nella formulazione dei piani di investimento. Per quanto concerne i costi di distribuzione, la ripartizione squilibrata della ricchezza che il Brasile ha ereditato dal passato si è ulteriormente accentuata a discapito di quei gruppi della popolazione, quali i percettori di reddito fisso, che non investono in attività finanziarie.

La diagnosi è un po' più complessa per il secondo punto, che attiene alla difficoltà di attuare politiche di stabilizzazione coordinate, che incidano sui settori fiscale, monetario, dei redditi e dei tassi di cambio.

Responsabile di tale difficoltà è un insieme di fattori, che riguardano le politiche interne, gli assetti istituzionali, i ritardi e gli insuccessi dei progetti politici. Ma l'insuccesso dei piani di stabilizzazione che si sono susseguiti negli anni recenti (il "Cruzado Plan" e il "Bresser Plan", rispettivamente agli inizi del 1986 e a metà del 1987) può fornire un importante insegnamento: i tentativi "eterodossi" di stabilizzazione incentrata su politiche dei redditi, che comprendano un congelamento dei salari e dei

prezzi, unitamente ad una certa forma di deindicizzazione, non possono essere coronati da successo senza il sostegno di severe politiche monetarie e fiscali, coerenti con una minore inflazione. Non si può fare a meno di corrette politiche ortodosse, capaci di orientare la domanda nominale.

Più precisamente, né nel piano "Cruzado" né in quello "Bresser" il prelievo fiscale era sufficiente a ridurre la domanda aggregata ad un livello coerente con una duratura diminuzione dell'inflazione.

Sulla scia di tali insuccessi, le autorità politiche brasiliane sono giunte ultimamente a riconoscere che le difficoltà economiche del paese poggiano sull'eccessiva crescita e sull'inefficienza del settore pubblico e che, in assenza di una considerevole riduzione del deficit di bilancio, i tentativi di stabilizzazione sono probabilmente destinati al fallimento.

Lo scorso anno è stato raggiunto un consenso secondo cui, mentre in un'economia totalmente indicizzata -- come quella del Brasile -- la disinflazione richiede una combinazione di politiche dei redditi e dei prezzi, esse dovrebbero essere considerate complementari a, piuttosto che sostitutive di, politiche macroeconomiche "ortodosse" miranti al contenimento della domanda; esse consentono alle misure antinflazionistiche di superare le rigidità derivanti dall'indicizzazione e da aspettative inflazionistiche profondamente radicate.

Ciò mi induce a parlare del problema della credibilità che, insieme ad una riduzione degli squilibri fiscali e a un forte "impegno" politico, è essenziale per la riuscita di un programma di stabilizzazione.

In un paese con una lunga esperienza di elevata inflazione e insuccessi politici molta parte dell'inflazione ha un carattere inerziale o da trascinamento; le aspettative

inflazionistiche tendono a essere rigide verso il basso. Il governo deve quindi convincere gli operatori economici che più severe politiche monetarie e fiscali saranno attuate per tutto il tempo necessario a ridurre l'inflazione. Sebbene il deficit di bilancio possa non essere la sola fonte d'inflazione, è assodato che programmi attuati senza l'imposizione di una disciplina fiscale (come i piani "Cruzado" e "Bresser") non hanno successo.

Certo, nel gennaio del 1988 il governo ha adottato provvedimenti miranti a ridurre gradualmente il deficit di bilancio al 4 per cento del PIL; con politiche invariate esso avrebbe raggiunto il 7-8 per cento. Lo sforzo di contenimento del deficit di bilancio non è riuscito pienamente e l'inflazione non è stata ridimensionata. Di fatto, l'emergenza di un ampio avanzo commerciale, i cui effetti monetari non sono stati sterilizzati, ha contribuito a una forte espansione monetaria. L'inflazione ha raggiunto tassi mensili del 30 per cento.

Nel gennaio del 1989 è stato lanciato un nuovo piano, che prevedeva l'azzeramento del disavanzo di bilancio e una riduzione dell'indicizzazione. Dopo un iniziale rallentamento, l'inflazione ha segnato una ripresa e il disavanzo ha raggiunto il livello del 7 per cento del PIL. In tali circostanze, la politica monetaria si è rivelata inefficace nel contenimento dell'inflazione, per le ragioni appena discusse. In ultima analisi, l'intera struttura del piano è crollata e l'indicizzazione è stata reintrodotta. Le obbligazioni indicizzate sono state riesumate e ribattezzate "National Treasury Bonds"; l'indicizzazione salariale è stata mantenuta e il tasso di cambio fisso inizialmente stabilito è stato sostituito da un sistema di "crawling pegs". Ci si trova attualmente in una situazione di stallo, in attesa delle prossime elezioni presidenziali, da cui dipendono in maniera decisiva le prospettive economiche.

Desidero ora affrontare una problematica più vicina alla mia competenza istituzionale: la politica del tasso di cambio.

La più recente esperienza mostra l'importanza per il Brasile di una rigida politica del tasso di cambio, al fine di stabilizzare le aspettative e di offrire orientamenti ai comportamenti del settore privato. E' stato questo uno degli elementi chiave del funzionamento del Sistema Monetario Europeo, uno degli ingredienti del suo successo e dei positivi risultati della partecipazione dell'Italia al Sistema. Il vincolo del tasso di cambio ha agito come elemento di disciplina per le politiche nazionali dei paesi partecipanti durante la fase di disinflazione nella prima metà degli anni ottanta. Di regola, le variazioni nelle parità dello SME non hanno compensato totalmente i differenziali d'inflazione, per cui la maggior parte dell'onere dell'aggiustamento è ricaduta su politiche nazionali correttive; nei paesi a più elevata inflazione è stata mantenuta una pressione continua sui costi e sui prezzi interni. E' stata respinta la tentazione di ricorrere a svalutazioni competitive.

L'opzione della stabilizzazione dei tassi di cambio dovrebbe essere, a mio avviso, attentamente considerata dalle autorità brasiliane, che oggi sono meglio attrezzate rispetto al passato per affrontare il problema dell'inflazione. Esse hanno certamente imparato dall'esperienza che il protrarsi di un'inflazione rapida soffoca il potenziale di crescita dell'economia. L'obiettivo di combattere l'inflazione, per quanto difficile e faticoso possa essere, non è al di là del possibile, perché l'economia brasiliana, seppure ostacolata dal retaggio di un'elevata inflazione, ha il dinamismo e le risorse necessarie per riuscire.