

# As Incertezas do Plano Collor

**Luiz Carlos Bresser Pereira**

Professor de Economia da Escola de Administração de Empresas de São Paulo da FGV

Depois de 60 dias da edição do Plano Collor, não é ainda possível fazer uma avaliação clara sobre as suas probabilidades de êxito. Não é possível sequer saber com segurança qual o efeito que já teve sobre o nível de atividade econômica. Nunca houve tanta incerteza entre os economistas. O sistema econômico sofreu um profundo impacto, que não apenas desorganizou o próprio sistema, mas também confundiu a análise econômica. Em abril, o índice de ponta a ponta do FIPE indicou uma inflação de 3,29%, mas isto não significa que a inflação esteja de volta. Significa apenas que derrotar uma inflação inercial profundamente inserida na mentalidade dos agentes econômicos não será uma tarefa fácil nem o resultado de um único golpe contra a inflação.

Continuo com uma avaliação positiva do Plano do ponto de vista econômico. Considero-o coerente e progressista, combinando de maneira equilibrada ortodoxia e heterodoxia. Do ponto de vista político, todavia, é inegável seu caráter autoritário, que se expressou principalmente no total desinteresse do Governo em chegar a um entendimento social antes de editar o Plano. Por outro lado, a excessiva redução da oferta de moeda e a existência de problemas ainda não resolvidos não permitem tranquilidade a respeito do seu êxito. Entre esses problemas estão a complementação do ajuste fiscal, a redução da dívida externa como parte do ajuste fiscal, a liberalização das importações para combater os oligopólios e facilitar o processo de descongelamento e um acordo social sobre lucros e salários.

Não há dúvida de que a dificuldade de administrar um plano destes é enorme devido à ausência de parâmetros nos quais as autoridades econômicas possam basear suas decisões.

Continua especialmente difícil calcular qual seja a real oferta da moeda existente na economia, já que a liquidez dos depósitos no *overnight* foi mantida intacta. Neste artigo, concentrarei minha atenção principalmente em dois pontos: o problema da liquidez e o da política de rendas.

Na primeira seção deste artigo faço uma descrição e uma avaliação geral do Plano. Na segunda, examino a lógica do Plano, mostrando por que o Governo foi obrigado a recorrer a um ajuste patrimonial através de uma reforma monetária. Na terceira, faço uma primeira análise do problema da liquidez, mostrando que a oferta de moeda foi reduzida em excesso, e não obstante verifica-se um excesso de liquidez porque a demanda por empréstimos baixou muito, dadas as perspectivas recessivas das empresas. Na quarta seção, discuto o problema da má distribuição da liquidez e ofereço uma explicação para a proibição feita pelo Governo em relação à livre transferência de titularidade de cruzados novos. Na quinta seção, discuto a elevação do salário real ocorrida em março em função de um ajustamento de salários nesse mês muito superior à inflação do mês. Na sexta seção, procuro mostrar que, afinal, este aumento de salários não implicou uma incompatibilidade distributiva. Na sétima seção, falo no descongelamento, na inflação de abril de 3,29%, e observo que uma coisa é certa: a inflação inercial brasileira não será liquidada com um só golpe, por mais forte que ele seja. Na conclusão, faço uma análise das condições para o êxito do Plano e um inventário dos problemas que ainda precisam ser resolvidos.

## 1. Avaliação Geral

O Plano Collor de estabilização é um plano arriscado, que reduziu ainda mais o já abalado crédito do Estado e das instituições financeiras. O principal risco que corre o Plano é o de ser mais recessivo do que seria necessário. Não há dúvida de que, para eliminar a hiperinflação, que já alcançara 80% ao mês, seria inevitável uma recessão. O ajuste fiscal que se impunha e ainda se impõe é, por definição, recessivo. Para se garantir a estabilidade da taxa de câmbio é importante manter sob controle a demanda de importações. O descongelamento em uma economia desaquecida é mais fácil do que em uma economia funcionando próxima do pleno emprego, como era o caso da economia brasileira antes do plano de estabilização. Uma recessão forte demais, entretanto, poderá ser negativa para o Plano em três aspectos: no plano econômico, porque reduz a arrecadação fiscal do Governo e porque, ao desorganizar a economia e levar as empresas a dificuldades ao desespero, estimula-as a aumentar seus preços em comum acordo; no plano político, porque reduz a base de apoio do Governo e pode levar ao afrouxamento das medidas fiscais complementares que terão que ser tomadas. E mesmo que o Plano logre controlar a inflação, é evidente que ele só será de fato bem-sucedido se o custo social correspondente for mantido dentro de limites razoáveis.<sup>1</sup>

O Plano Collor contém uma política fiscal, uma política de comércio exterior, uma política de rendas, uma política cambial e principalmente uma política monetária. A política de ajustamento fiscal tem caráter progressista, embora tudo indique que o ajuste é ainda insuficiente. Na parte tributária, temos a eliminação dos títulos ao portador, eliminação do sigilo bancário, tributação dos rendimentos de capital, Imposto de Renda sobre fortunas,

<sup>1</sup> Greg e Paul Davidson<sup>(4)</sup> observam que "promover desemprego para combater a inflação é violar valores civilizados básicos". O grande desafio da teoria e da política econômica é lograr estabilização com o menor custo de transição para a estabilidade possível.

Imposto de Renda sobre a agricultura e as exportações, elevação do IPI e do IOF. São antigas aspirações dos tributaristas modernos que agora se concretizam ou começam a se concretizar. No campo da despesa, a opção correta foi extinguir empresas e departamentos.

A política de comércio exterior também está na direção certa. Propõe a liberalização do comércio exterior, reduzindo os controles quantitativos de importação e apoiando a proteção à indústria nacional apenas no sistema tarifário, do qual serão eliminadas todas as isenções tarifárias que descaracterizavam o sistema. O risco está em pretender fazer essa liberalização gradualmente. Dessa forma, ela não auxiliará no controle dos oligopólios e no combate à inflação.

A política de rendas optou inicialmente pelo congelamento. Este recebeu o nome de *controle estrito de preços*, e depois de 45 dias começou a ser flexibilizado, com a liberalização dos preços dos setores competitivos, que correspondem a cerca de 50% dos preços presentes nos índices de preço ao consumidor. Abandonou-se, assim, a absurda idéia de que seria possível controlar a hiperinflação brasileira através da sua redução gradual de acordo com metas prefixadas. Só é possível controlar uma inflação com um forte componente inercial, como é o caso da inflação brasileira, através do estabelecimento de metas de inflação futura declinantes (que o próprio Governo obedeceria através da administração da taxa de câmbio e dos preços públicos) quando a inflação mensal é ainda pequena (inferior a 5%). Para inflações altas ou para uma hiperinflação (em março, os índices de preço alcançaram mais de 80% no Brasil), o prêmio do livre-atirador é muito grande, inviabilizando qualquer tentativa de redução administrativa gradual da inflação.

Um erro claro entre as primeiras medidas foi tornar flutuante a taxa de câmbio. Teria sido mais seguro fazer uma maxidesvalorização e em seguida congelar a taxa. Dessa forma, a taxa de câmbio serviria como a âncora nominal básica para a estabilização. Com a decisão por uma taxa flutuante de câmbio, a economia deixou de contar com uma âncora nominal, que geralmente tem um papel decisivo em qualquer plano de estabilização (Kiguel e Liviatan)(6). Por outro lado, nada garante que a taxa que o mercado produzirá seja *realista*, reproduzindo a paridade do cruzeiro em relação ao dólar e garantindo as exportações. Em compensação, a oferta de moeda não precisará mais variar com o aumento de reservas internacionais provocado por uma eventual entrada maior de dólares na economia. O ajuste poderá realizar-se via preços. Mas esta é apenas mais uma fonte de instabilidade da economia. Por enquanto, o Governo, que continua na prática a controlar fortemente a taxa de câmbio, produziu uma desvalorização do cruzeiro de 20%, quando a desvalorização que geralmente se estimava necessária para devolver realismo à taxa cambial era maior.

A controvérsia real está na reforma monetária. A retenção de cerca de 70% dos ativos financeiros na forma de cruzados novos<sup>2</sup>, que só poderão ser utilizados para o pagamento de obrigações, representa um aperto de liquidez violento e indiscriminado. Além disso, embora não haja confisco, dá a impressão a todos, inclusive aos pequenos poupadores, de que foram confiscados.

2 A retenção foi em torno de 70%, embora, no caso dos depósitos no *overnight*, a retenção fosse de 80% porque estabeleceu-se para todos os depositantes um mínimo que poderiam transformar em cruzeiros através de uma taxa de conversão de 1 para 1. Essa retenção foi reduzida nos dias seguintes ao Plano através da abertura de uma série de possibilidades de conversão de cruzados novos em cruzeiros.

A primeira explicação para essa decisão é a de que, caso não fosse adotada, os agentes econômicos, que antes eram vítimas de ilusão monetária e mantinham seu dinheiro no *over* ou na poupança em troca de um grande rendimento nominal, uma vez estancada a inflação, tenderiam a gastar em consumo ou investir em suas poupanças, inviabilizando a estabilização. Na verdade, se esta foi a principal motivação atrás da reforma monetária, essa medida poderia ser tomada em um segundo momento, caso os agentes econômicos, depois do plano de estabilização, de fato comessem a transformar sua liquidez em ativos reais.

## 2. A Lógica do Plano

O Plano Collor, entretanto, tem uma lógica que o próprio Governo não se dispôs a reconhecer. O ajuste patrimonial embutido na reforma monetária foi um substituto provisório para o ajuste fiscal insuficiente que fora possível ao Governo fazer no dia 16 de março. Por isso, porque o ajuste fiscal foi incompleto, não restou outra alternativa para as autoridades econômicas senão optar por um ajuste patrimonial. Teria sido possível evitar a retenção dos cruzados novos se o Governo tivesse condições de fazer com a rapidez necessária um ajuste fiscal de 7 a 8% do PIB. Neste caso, seria possível iniciar o Plano apenas com esse ajuste patrimonial quando e se os agentes econômicos de fato comessem a pressionar a demanda com sua liquidez.

Um fiscal dessa dimensão, entretanto, demonstrou-se inviável no curto prazo. Não apenas devido às limitações políticas (no Congresso e na sociedade civil), mas também às limitações constitucionais. Todos os exercícios de ajuste fiscal de que tenho conhecimento revelavam-se insuficientes no curto prazo. Foi essa constatação, muito mais do que o medo da fuga do *over*, devido ao término da ilusão monetária, que obrigou as autoridades monetárias a se decidirem pelo ajuste patrimonial. O ajuste fiscal que fez parte do Plano Collor, segundo cálculos aproximados, deve ter produzido uma economia fiscal permanente de 4 a 5% do PIB e uma economia de uma única vez de 4%.

É preciso ficar claro, entretanto, que o ajuste patrimonial é um ajuste de estoque, enquanto o ajuste fiscal é um ajuste de fluxo. Um não substitui o outro. O ajuste patrimonial, sem dúvida, reduz o fluxo de juros e dá tempo para que o ajuste fiscal se complete. É, entretanto, essencial para o êxito do Plano que esse ajuste fiscal, com redução de despesas e aumentos de impostos, seja levado até o fim: até um efetivo superávit fiscal. Inclusive porque agora a dificuldade que o Estado terá em financiar qualquer déficit público de outra forma que não seja através da emissão de moeda será muito maior.

## 3. O Problema da Liquidez

O êxito do Plano Collor depende:

a) a curto prazo, da correta administração da quantidade de moeda e dos salários, de forma a se evitar tanto uma recessão profunda quanto o aquecimento da demanda;

b) a médio prazo, do sucesso do descongelamento que está diretamente relacionado com o equilíbrio dos preços relativos;

c) no prazo máximo de um ano, da realização de um superávit fiscal. Ora, o extraordinário aperto de liquidez a que ele levou a economia decorre de um erro conceitual, que poderá levá-la a uma recessão alta demais e ao fracasso do Plano.

O Plano Collor congelou cerca de 70% dos ativos financeiros na forma de cruzados novos e deixou na forma de cruzeiros cerca de Cr\$ 1,3 trilhão (ou US\$ 30 bilhões) que correspondem a 9% do PIB (de US\$ 365 bilhões). A decisão de deixar esse volume de cruzeiros na economia foi, ao que tudo indica, o resultado de um raciocínio realizado pelos autores do Plano segundo o qual a liquidez daí resultante seria apenas moderadamente apertada. Dado que em meados de 1986, depois de vários meses de estabilidade de preços possibilitada pelo Plano Cruzado, a remonetização da economia havia levado a quantidade de moeda (medida pelo somatório de dinheiro em poder do público e depósitos à vista —  $M_1$  a aumentar para 8% e, no final do ano, para 10% do PIB, os autores do Plano Collor entenderam que os 9% de cruzeiros deixados na economia seriam um volume de moeda basicamente suficiente para garantir uma liquidez deliberadamente apertada da economia. Haveria inicialmente uma redução da velocidade da moeda, na medida em que os agentes econômicos tenderiam a entesourar cruzeiros e porque os bancos terão uma certa dificuldade de reciclá-los, mas logo a economia atingiria um equilíbrio moderadamente recessivo, conforme desejado. Este raciocínio formulado pelos autores do Plano parece lógico, mas na verdade está equivocado. O aperto de liquidez do início do Plano Collor não foi moderado mas enorme, muito maior do que o planejado, por duas razões.

Em primeiro lugar, porque a comparação com o Cruzado para calcular o nível de liquidez não é correta. Naquela época, a economia funcionou com folga de liquidez com uma quantidade de moeda de 8 a 10% do PIB, mas é preciso lembrar que nem todo o *overnight* foi monetizado. Este continuava a existir e a ser um ativo totalmente líquido à disposição dos agentes econômicos. A verdadeira oferta de moeda era, portanto, maior do que 9% do PIB. A demanda de moeda adequada, se os demais ativos financeiros estivessem aplicados principalmente em ativos de médio e longo prazos, como acontece nos países centrais, seria, pelo menos, de cerca de 14% do PIB e não 9%. Estes 14% são o que temos de  $M_1$ , no mínimo, nos países capitalistas com moeda estável. Nos Estados Unidos essa percentagem sobe a 17%, no Japão a 30%. No Brasil, no início dos anos 70 quando a inflação era de cerca de 20% ao ano,  $M_1$  representava 17% do PIB.

Em segundo lugar, não é correto que o Plano Collor deixou uma oferta ou uma quantidade de moeda,  $M_1$ , de 9% do PIB. Deixou cruzeiros neste valor. Mas uma parte desses cruzeiros foi aplicada novamente no *overnight* e em cadernetas de poupança e foi assim relativamente esterilizada (o mesmo ocorrerá com o entesouramento sob os colchões, mas este só poderá ser medido através da redução da velocidade da moeda). Quanto poderá ser o valor dessa esterilização? Não obstante a inflação tenha praticamente zerado, e como os juros reais no *over*, embora reduzidos, continuassem altos (cerca de 4% ao mês), os agentes econômicos continuaram com seu hábito de aplicar seu dinheiro até as 13h para tê-lo automaticamente de volta em sua conta corrente no dia seguinte corrigido pela remuneração do dia. Em consequência, os depósitos no *over* mantiveram-se elevados. A economia continuou a ter uma quase-moeda na forma de LFTs. Quanto dessa quase-moeda passou a

ser usado como moeda e quanto como reserva? Já que não se exigiu um prazo mínimo maior para as aplicações em títulos do Governo, não é possível dar uma resposta precisa a esta questão. Em um primeiro momento, o que provavelmente ocorreu é que dos 9% do PIB de cruzeiros que ficaram na economia, 3% ficaram em  $M_1$ , cerca de 4 ou 5% ficaram como quase-moeda, totalizando uma oferta de moeda de 7 a 8% do PIB, e 1 ou 2% mantiveram-se como reserva das empresas e pessoas físicas com excesso de liquidez.

Fica, assim, claro o enorme aperto de liquidez que foi imposto à economia. A demanda de moeda *normal* deveria ser algo próximo a 14% do PIB, enquanto a oferta de moeda, na qual estamos incluindo uma parte dos depósitos no *over*, reduziu-se para apenas 7 ou 8% do PIB.

A liquidez da economia é dada pela clássica equação de trocas, que afirma que a quantidade de moeda,  $M$  (ou, mais precisamente,  $M_1$ ), multiplicada pela sua velocidade-renda de circulação,  $V$ , é igual à renda real,  $Y$ , multiplicada pelo índice de preços,  $p$ .

$$MV = Y_p$$

Nesta equação,  $M$  corresponde à oferta de moeda e  $Y_p/V$  à demanda de moeda ou à renda dividida pela velocidade-renda da moeda. A liquidez será *folgada* ou *apertada* conforme, respectivamente,  $Y_p/V$ , a demanda por moeda, tenda a ser menor ou maior do que a oferta de moeda,  $M$  (no final, contabilmente, um termo da equação de trocas, os dois lados da identidade serão sempre iguais).

Durante os primeiros 60 dias do Plano, o Governo injetou cerca de US\$ 20 bilhões na economia na forma de cruzeiros. Essa injeção foi realizada através de diversas formas de transformação de cruzados novos em cruzeiros e da conversão em cruzeiros dos dólares que os exportadores tinham depositados no Banco Central.<sup>3</sup> Ocorreu também de maneira completamente incontrolável pelo Banco Central, através do processo do multiplicador bancário dos depósitos realizados pelas pessoas que, em primeiro momento após o Plano, demandaram papel-moeda por desconfiança no sistema financeiro; essa demanda de papel-moeda aumentou o dinheiro em poder do público, mas, em seguida, o público acabou depositando aquele dinheiro em excesso nos bancos, sujeitando-o imediatamente ao multiplicador bancário.<sup>4</sup> Os bancos, corretamente, foram irrigados com cruzeiros, para que eles pudessem realizar sua função de fazer circular a liquidez da economia. Com isso,  $M_4$ , que era de Cr\$ 30 bilhões, passou para Cr\$ 50 bilhões, correspondendo a 14% do PIB. E os bancos, que em um primeiro momento não tinham dinheiro para emprestar, agora passavam a não ter clientes para quem emprestar. Esses fatos levaram o Governo e muitos economistas à conclusão de que se havia produzido uma inversão da situação inicial: agora teríamos excesso de oferta de moeda, excesso de liquidez e, em conseqüência, estávamos ameaçados de excesso de demanda.

É certo que a situação mudou nos últimos 30 dias. Já não é possível falar em um violento estrangulamento da liquidez. A oferta de moeda, provando mais uma vez seu caráter fortemente endógeno, de fato aumentou, mas ainda de forma insuficiente. A oferta de moeda

3 Nem toda essa conversão foi realizada voluntariamente pelo Banco Central. A existência de duas moedas conversíveis uma na outra em certos casos permitiu aos agentes econômicos uma série de manobras legais e ilegais para converter cruzados novos em cruzeiros.

4 Esta análise do efeito do aumento de demanda por papel-moeda sobre a liquidez foi-me sugerida por Fernando Dall'Acqua.

continua muito racionada, além de mal distribuída entre os agentes econômicos. A liquidez, que é uma relação entre demanda e oferta de moeda, deixou de estar apertada e passou a ser folgada não porque a oferta de moeda aumentou significativamente (na verdade aumentou muito pouco), mas porque a demanda por moeda e a demanda por empréstimos diminuíram muito — diminuíram porque a recessão já se instalou na economia.

A atual oferta de moeda pode ser aproximadamente calculada da seguinte forma. O total de cruzeiros, a oferta potencial de moeda,  $M_4$ , estimada em US\$ 50 bilhões, corresponde a 14% do PIB. Desse total, cerca de US\$ 9 bilhões foram transformados em poupança<sup>5</sup> e US\$ 26 bilhões, depósitos no *overnight* e depósitos a prazo nos bancos. Em consequência, temos um  $M_1$  de apenas US\$ 15 bilhões, correspondentes a 4% do PIB (estamos supondo, portanto, que a remonetização da economia continuou, embora muito moderadamente, durante o mês). Na oferta efetiva de moeda, entretanto, devemos novamente incluir uma parte da quase-moeda depositada no *over*. Dada a liquidez dos depósitos no *over*, é evidente que continua a confusão entre moeda e quase-moeda. A oferta efetiva de moeda não é nem 4 nem 14% do PIB. É um número intermediário qualquer. É 14% menos os depósitos no *over* e na poupança que não sejam moeda remunerada, mas poupança ou reserva das empresas e pessoas físicas com excesso de liquidez.

Suponhamos que esta oferta de moeda seja de 9 ou 10%. Houve um aumento na oferta de moeda, mas esta continua reduzida. Antes do Plano Collor,  $M_1$  era muito pequeno (cerca de 2% do PIB), mas havia apenas no *over*, em LFTs, 13% do PIB, e o total de  $M_4$ , quase todo ele altamente líquido, moeda potencial; portanto, era de 28% do PIB. A oferta efetiva de moeda, incluída a quase-moeda na prática usada como moeda, devia estar entre 14 e 16% do PIB. Esta oferta de moeda reduziu-se para cerca de dois terços 60 dias depois do Plano Collor.

A liquidez, portanto, tornou-se relativamente elevada, em parte porque aumentou a oferta de moeda, mas principalmente porque a demanda de moeda de empréstimo caiu. E esta demanda reduziu-se por dois motivos. Primeiro porque a taxa real de juros está ainda em torno de 100% anuais. Como os preços estão congelados, as empresas não podem incorporar os correspondentes custos financeiros nos seus preços. Por outro lado, embora a renda real presente na equação de trocas continue relativamente constante, a renda prevista pelos agentes econômicos baixou radicalmente. Os agentes econômicos já se sentem em recessão e não vêem perspectivas para a venda dos produtos que produzirão com o auxílio dos empréstimos bancários.<sup>6</sup> Por isso não tomam emprestado. E assim a liquidez, que não é uma quantidade, mas uma relação entre demanda e oferta de moeda, tornou-se elevada, froura, embora a oferta de moeda estivesse efetivamente reduzida.<sup>7</sup>

5 No dia 15 de março foram deixados em cruzeiros, nas contas de poupança, 4% do PIB. Nos 60 dias seguintes 36% desse valor foram sacados, restando 2,5% do PIB nas contas de poupança.

6 Em uma reunião de alguns dos maiores empresários brasileiros realizada em São Paulo, as previsões quanto à queda do PIB em 1990 variaram de 10 a 3%. De acordo com uma pesquisa da empresa de consultoria Hay, 70% das maiores empresas nacionais e multinacionais pretendem demitir pessoal se não houver uma mudança no quadro econômico (*Gazeta Mercantil*, 4/5/90).

7 As contradições dentro do próprio Governo a respeito do nível de liquidez eram enormes. Enquanto na primeira página da *Folha de S. Paulo* (5/5/90) liamos que o Ministério da Economia, "para segurar a liquidez da economia", baixou 12 portarias suspendendo a conversão de cruzados novos em cruzeiros para a maioria das exceções abertas depois do Plano, a ministra da Economia, no mesmo jornal, declarava que "não há excesso de liquidez; o que há é uma sensação de excesso de liquidez".

## 4. A Liquidez Setorial

A liquidez, porém, depende não apenas do volume de dinheiro, mas da sua velocidade de circulação, da capacidade que o sistema econômico terá de reciclar os cruzeiros que sobram em alguns setores e faltam em outros.

A forma simplista que o Plano Collor adotou para reter os ativos financeiros afetou muito as empresas que possuíam reservas no *overnight* para pagar compromissos ainda a vencer, principalmente folha de pagamento, enquanto que não afetou as empresas cujos depósitos no *overnight* eram aproximadamente equivalentes a suas contas a pagar. Em outras palavras, atingiu principalmente as empresas que possuem um longo ciclo de produção e um alto valor agregado em relação a suas vendas em função de uma folha de pagamentos também elevada em relação às vendas. No caso da reforma monetária alemã de julho de 1948, foi estabelecido que as empresas, além de poderem transformar em *deutschmarks* uma percentagem de seus *reichmarks* (percentagem que acabou sendo de apenas cerca de 6%), puderam também transformar em *deutschmarks* 60 *reichmarks* por empregado (os mesmos 60 *reichmarks* que cada pessoa física tinha o direito de, no mínimo, transformar em *deutschmarks*). Com isso, a distribuição da liquidez ficou muito mais equilibrada entre as empresas (Dall'Acqua)(3).

O mercado tendeu a fazer essa reciclagem diretamente, através da criação de um mercado secundário para os cruzados novos. O Banco Central, entretanto, evitou a formação desse mercado, ao proibir a livre transferência da titularidade dos cruzados novos. A formação de um mercado secundário facilitaria o reequilíbrio das posições de caixa das empresas, já que havia empresas interessadas em comprar cruzados novos com algum deságio para pagar seus débitos anteriores ao dia 16 de março. Dada essa demanda, o deságio dos cruzados novos não seria muito grande, não indicando uma desconfiança básica dos agentes econômicos no sucesso do Plano.

A proibição da livre transferência de titularidade teve, entretanto, uma razão de ser. À primeira vista, o aumento da liquidez proporcionado pela autorização da existência de um mercado secundário para os cruzados novos teria a mesma consequência de permitir uma mais rápida circulação da liquidez que a concessão de empréstimos bancários. Na verdade, entretanto, há uma diferença importante. Ao proibir a transferência de titularidade, o Banco Central obrigou um grande número de agentes econômicos a pagar em cruzeiros obrigações anteriores a 16 de março que poderiam ser pagas em cruzados novos pelo simples fato de que não possuíam mais cruzados novos para fazer o pagamento. Ora, toda vez que uma empresa pagou em cruzeiros uma dívida que poderia ter pago em cruzados novos, houve um correspondente recolhimento de cruzeiros por parte do Banco Central.

No dia 16 de março, o Banco Central transformou em dívida pública interna não apenas cerca de 70% da dívida pública anterior (cerca de US\$ 63 bilhões, considerada uma dívida pública total, inclusive as dívidas das empresas estatais de US\$ 90 bilhões), mas também das demais dívidas privadas ou semiprivadas existentes no sistema financeiro (poupança, depósitos a prazo e depósitos à vista), de forma que, no total, foram retidos e transformaram-se em dívida pública cerca de US\$ 110 bilhões. A diferença entre estes dois valores (US\$ 47 bilhões) tem como contrapartida um débito correspondente dos bancos para com o Banco Central. Se, por exemplo, um agente econômico tinha um depósito à vista de 100 em um banco, 80 foram retidos e transformados em dívida do Banco Central para com esse agente econômico. Em contrapartida, o Banco Central ficou com um crédito em cruzados novos dos mesmos 80 junto ao banco onde estava o depósito. Esse débito do banco



pode ser pago em cruzados novos, desde que o devedor o tenha feito também dessa forma. Entretanto, se o débito foi pago em cruzeiros (porque o devedor não tinha cruzados novos para pagar e não pode ir ao mercado secundário comprar cruzados novos), o banco é também obrigado a pagar em cruzeiros ao Banco Central, reduzindo-se, dessa forma, a oferta de moeda correspondente.<sup>8</sup>

De qualquer forma, ao distribuir o ônus da retenção de dinheiro, no dia 16 de março, de forma desequilibrada, e, em seguida, ao proibir a formação de um mercado secundário, o Banco Central dificultou a circulação da liquidez. Se já tem um caráter recessivo a limitação da oferta global de moeda, as dificuldades impostas à sua circulação aprofundam essa tendência recessiva. O resultado está sendo uma recessão maior do que a admitida ou desejada pelos autores do Plano.<sup>9</sup>

A incerteza, entretanto, em relação ao estado atual da economia brasileira é tão grande que muitos economistas não apenas entendem que a oferta de moeda e a liquidez são excessivas, mas também que a recessão já foi evitada e que, pelo contrário, a economia está agora ameaçada de excesso de demanda, que levará o Plano Collor ao fracasso. É impossível afirmar que esses economistas estejam errados, mas não há dúvida de que o excesso de demanda levará o Plano ao fracasso mais depressa do que uma grande recessão.

## 5. O Aumento Real de Salários

O caráter recessivo do Plano poderia ser agravado pelo aumento de salário real embutido no Plano. Esse aumento foi consideravelmente maior do que o esperado. O aumento de salário real ocorreu porque, em março, os salários foram aumentados em 72,28% enquanto que os preços aumentaram, de ponta a ponta, do dia 1 ao dia 31, cerca de 40%. Em consequência, tivemos um aumento de salários real, entre 28 de fevereiro e 31 de março, de 23% ( $1,7228/1,40 = 23,06\%$ ).

A inflação de março tem a ver com os 84,32% medidos pelo IPC de março. Estes 84,32% referem-se aproximadamente à inflação de fevereiro, já que, de acordo com a metodologia utilizada pelo IBGE, comparou-se a média dos preços apurados entre 16 de fevereiro e 15 de março com a média dos preços entre 16 de janeiro e 15 de fevereiro. A estimativa de 40% para a inflação de março de ponta a ponta, além de basear-se em

<sup>8</sup> Cheguei a essa conclusão depois de um debate com Pêrsio Arida e Hécio Tokeshi a partir da idéia inicial de Pêrsio Arida de que a livre transferência de titularidade implicaria redução da dívida pública. Na verdade só há essa redução se entendermos que o estoque de moeda em poder do público faz parte da dívida pública. O débito em cruzados novos do Estado não se alteraria com a permissão de transferência de titularidade. O que se alteraria seria a oferta monetária em cruzeiros, que não diminuiria em consequência do pagamento em cruzeiros de débitos em cruzados novos.

<sup>9</sup> A produção industrial brasileira, segundo dados do IBGE, caiu 5,8% em março. Representantes do Governo, entretanto, não viram gravidade nisto "porque essa queda não ficou muito distante da ocorrida logo após o Plano Bresser, em junho de 1987". Esquecem os analistas que este era o último mês de queda de uma produção industrial que já vinha caindo desde o final de 1986, enquanto que não havia essa tendência à queda no início de 1990. Em abril de 1990 o índice de nível de emprego da FIESP teve sua maior queda desde que esse índice foi criado em 1981.

levantamentos objetivos, é compatível com o INPC de março, que foi de 82,18%.<sup>10</sup> É compatível também com o resíduo inflacionário de 44,8% verificado no IPC de abril. Finalmente, essa estimativa de 40% para março coincide com os 41% de correção do BTN em março, revelando que o Governo fez o mesmo cálculo.

O aumento de 72,28% foi uma decisão política. Considerou-se mais prudente usar o IPC de fevereiro para corrigir os salários de março, nos termos da antiga lei salarial. Tudo indica, entretanto, que as autoridades econômicas não esperavam que a inflação de ponta a ponta de março ficasse apenas em 40%. Dada a decisão de conceder os 72,28% em março, o enorme aumento de salário real só poderia ter sido evitado se o congelamento houvesse ocorrido no final do mês, de forma a permitir que a inflação fosse muito maior do que 40%.

## 6. Contradição Básica?

O aumento dos salários reais levou a economia brasileira, em pleno processo de estabilização, a uma situação paradoxal: de um lado, excesso de demanda de consumo provocado pelo aumento de salários (e também pela tendência à despoupança dos agentes econômicos que perderam confiança no sistema financeiro); de outro lado, restrição da oferta devido ao violento aperto de liquidez a que foram submetidas as empresas.

Conforme observou Sylvio Bresser Pereira (2), teria sido definida assim uma contradição básica para o Plano: enquanto a oferta foi comprimida através de um estrangulamento da liquidez, a demanda foi aquecida devido ao aumento do poder aquisitivo dos assalariados (e também à desconfiança na poupança e ao restabelecimento de mecanismos de financiamento ao consumidor). O aumento de consumo que ocorreu logo após o Plano seria uma indicação dessa contradição. Em condições normais, o combate à inflação é feito através da redução da demanda e, se possível, do aumento da oferta. No caso do Plano Collor, teria ocorrido o oposto.

Na verdade, podemos interpretar de duas maneiras esse aumento de salários de 23%: ou foi uma simples reposição de perdas ocorridas anteriormente ou foi um aumento líquido. No primeiro caso, os 23% compensariam as perdas salariais ocorridas através da aceleração da inflação no último ano, quando a lei salarial indexava os salários de acordo com a inflação do mês anterior.<sup>11</sup> Neste caso, as empresas teriam aumentado suas margens de lucro correspondentemente à queda dos salários nesse período. Com o Plano Collor, teríamos uma reposição das perdas que seria perfeitamente absorvível pelas empresas.

10 Se supusermos que o INPC (calculado comparando-se os preços de 1 a 31 de março com os preços de 1 a 28 de fevereiro) refere-se, na verdade, à inflação da última quinzena de fevereiro e da primeira quinzena de março, para chegarmos aos 82,18% do INPC de março podemos admitir que tivemos uma inflação de 30% na segunda quinzena de fevereiro e uma inflação de 40% ( $1,3 \times 1,4 = 1,82$ ) na primeira quinzena de março. Na segunda semana de março não houve inflação.

11 Segundo cálculos realizados por Antônio Salazar Brandão e Clovis de Faro (5), esta perda teórica, decorrente de simples aplicação da lei salarial a uma inflação que se acelerava todos os meses, teria sido de 66% entre abril de 1989 e abril de 1990.

Ao que parece, foi isto que ocorreu. É certo que o índice de salário médio real da FIESP chegou a aumentar 12% entre fevereiro de 1989 e fevereiro de 1990. Entretanto, se tomarmos esse mesmo índice e deflacionarmos pelo IPC de  $T + 1$ ,<sup>12</sup> teremos uma queda do salário médio real no mesmo período de 22,6%. A maioria dos assalariados recebeu, através de acordos coletivos os mais diversos, reajustes compensatórios da perda que estava embutida na lei salarial. Esses aumentos, entretanto, não compensaram a aceleração da inflação, de forma que o aumento de 23% apenas compensou parcialmente as perdas médias ocorridas anteriormente.<sup>13</sup>

A hipótese de que estaríamos diante de uma contradição básica do Plano, portanto, não se confirma. De fato, houve um estrangulamento da oferta de bens pela drástica redução da oferta de moeda, mas não houve ao mesmo tempo um aumento de salários. Houve apenas uma reposição de perdas ocorridas no último ano. Não se pode, portanto, falar em incompatibilidade distributiva.

## 7. O Descongelamento

Quarenta e cinco dias depois do lançamento do Plano, o Governo iniciou o processo de descongelamento, liberando bens e serviços que correspondem a cerca de 50% do Índice de Preços ao Consumidor. Esta decisão, embora basicamente correta, revelou um otimismo do Governo em relação à inflação pouco realista. Alguns dias depois, a notícia de que o índice ponta a ponta do FIPE havia indicado uma inflação de 3,29% transformou o otimismo em pessimismo.

Na verdade, uma inflação de 3,29% após o congelamento é algo perfeitamente razoável. E nos próximos meses a inflação poderá ser maior, o que obrigará o Governo a tomar medidas e mais medidas para aprofundar o ajuste fiscal, para manter sob controle os setores oligopolistas que não pararão de reclamar que seus preços estão atrasados (e de fato alguns deles estarão) e para manter um rígido controle monetário.

Esse controle monetário foi afrouxado nos últimos 15 dias quando o Governo, que já tinha informações de que a inflação de abril estaria em torno de 3%, decidiu manter a taxa de juros no *over* em 6,99%. Com isso a taxa real efetiva de juros tornou-se muito baixa. Essa decisão ou derivou do fato de que o Governo recusava-se a acreditar que a inflação seria de 3% ou da sua decisão de não sinalizar a inflação com o aumento da taxa nominal de juros. Qualquer uma das duas alternativas, entretanto, não justifica manter a taxa de juros baixa no momento em que se sai de um descongelamento. Provavelmente nos próximos dias, o Governo aumentará a taxa de juros nominal, recolocando a taxa de juros real em um nível adequado de aproximadamente 4% ao mês.

12 Esta é a metodologia corretamente utilizada pelo *Boletim de Conjuntura*, do Instituto de Economia Industrial da Universidade Federal do Rio de Janeiro (v. 10, nº 1, abril de 1990).

13 Para que houvesse uma compensação plena, o aumento em março deveria ter sido de 29,2% (22,6/77,4).

## 8. Conclusão

As probabilidades de o Plano Collor ser bem-sucedido continuam incertas. A primeira etapa do Plano — a do aperto de liquidez — está sendo ultrapassada com dificuldades. Já vimos que está nela embutida uma recessão maior do que seria desejável. A segunda etapa, do descongelamento, acaba de começar. Ao liberar preços de bens e serviços que têm um peso superior a 50% no índice de preços dos bens e serviços, as autoridades econômicas resolveram corretamente se aproveitar da recessão. Suspender o congelamento mais tarde seria muito mais arriscado. Resta agora saber se será possível liberar e administrar os preços dos setores oligopolistas sem retorno da inflação. Os preços relativos no dia do congelamento provavelmente não estavam desequilibrados, dado o fato de que já estávamos em hiperinflação e as empresas já aumentavam seus preços praticamente todos os dias. Uma liberação mais decidida das importações facilitaria muito essa tarefa.

A terceira etapa do Plano — ajuste fiscal — ainda está por ser completada. Entre as medidas essenciais para se lograr o ajuste fiscal necessário está o problema da redução da dívida externa. Uma redução de 60% na dívida externa pública de longo prazo, excluída a dívida para com as agências multilaterais, permitiria uma economia fiscal de 1,5% do PIB. As autoridades econômicas estão cientes deste fato, sabem que é necessário subordinar a negociação da dívida ao ajuste fiscal, e adotaram a estratégia correta de primeiro negociar um acordo *stand by* com o Fundo Monetário Internacional para depois conversar com os bancos. Esta conversa, entretanto, será inútil se não partir de uma posição firme do Brasil de que só começará a pagar (o País está desde julho de 1989 em moratória) aos bancos que concordarem com a redução necessária da dívida.

Está ainda sem solução o problema do conflito entre capital e trabalho. O Governo, agindo de forma autoritária, não tomou as providências necessárias para realizar um acordo social que resolva de forma minimamente satisfatória o conflito salário-lucro. Conforme observou Luiz Werneck Vianna (10), "a alternativa democrática de luta contra a inflação, implicando, a um tempo, um pacto político e um pacto social, conduziria a uma dinâmica que reforçaria o Parlamento, a política, os partidos e os sindicatos. Sobretudo, implicaria a primazia da razão negociadora sobre a razão tecnocrática".

O autoritarismo do Governo poderá custar caro ao Plano. Minha própria experiência no Plano Bresser mostrou que a racionalidade econômica não se impõe naturalmente.<sup>14</sup> Alguns líderes sindicais mal informados e alguns economistas irresponsáveis e populistas, embora estejam no momento aceitando inclusive redução de salário para evitar o desemprego, insistem que "os trabalhadores têm o direito aos 84,32% do IPC de março e aos 44,8% do IPC de abril". Falam, portanto, em um aumento de 165% (1,84/1,44), quando a inflação está próxima de zero desde 16 de março e os salários de março já foram devidamente corrigidos pelo IPC de fevereiro, repondo quase integralmente as perdas havidas no ano

14 Admito que o Plano Bresser, seguindo a trilha do Plano Cruzado, foi também autoritário. Esse autoritarismo foi em parte consequência da falta de poder político do ministro da Fazenda naquele momento de crises econômica e política agudas. Devo admitir, entretanto, que naquela época ainda não estava convencido de que um acordo político e social é extremamente importante para o êxito de um plano de estabilização radical. Não estava também claro que o total segredo não é necessário. A experiência da Alemanha de 1948, de Israel de 1985 e do México de 1987 mostraram, porém, que um amplo debate e um acordo social antes do plano são extremamente importantes para seu êxito.

anterior. A experiência anterior mostra que esse tipo de pleito tem, inclusive, guarida no Tribunal Superior do Trabalho. Seria importante, portanto, que o Governo iniciasse um amplo debate sobre o assunto, visando a chegar a um razoável acordo político e social.

Caso contrário, a aspiral salário-preço, que está na base da aceleração da inflação no Brasil (Nakano)(7), poderá voltar.

Os problemas não resolvidos do Plano Collor são, portanto:

- a) uma redução da oferta de moeda que está levando a economia a uma recessão maior do que a esperada;
  - b) um ajuste fiscal ainda insuficiente;
  - c) uma redução da dívida externa ainda não definida;
  - d) um descongelamento que poderá não ser tranqüilo devido aos desequilíbrios intertemporais de preços existentes entre as empresas no dia do congelamento;
  - e) um acordo social que reduza ou estabeleça parâmetros para o conflito distributivo.
- Caso estes problemas tenham uma solução razoável, o Plano Collor poderá ser bem-sucedido em controlar a inflação.

O risco maior que corre o Plano é o de uma recessão muito maior do que a desejada por seus formuladores. Em consequência, poderemos ter a desconfiança generalizada dos agentes econômicos no Governo e no sistema financeiro, o ajuste fiscal ficará comprometido, as empresas oligopolistas poderão tentar aumentar seus preços para compensar a perda de vendas e, afinal, se poderá produzir uma desorganização da economia ainda mais profunda do que aquela derivada das altíssimas taxas de inflação em que vivíamos. O risco oposto do excesso de demanda não pode ser descartado, mas é menos provável.

O Plano será bem-sucedido se nos próximos 18 meses o ajuste fiscal for completado, a inflação for mantida sob controle, a recessão for moderada e começar a ocorrer a retomada dos investimentos e, finalmente, se o Estado e o sistema financeiro recuperarem a confiança dos agentes econômicos, de forma que, no momento em que o Governo começar a pagar os cruzados novos retidos, o dinheiro voltará para o Governo através da colocação de títulos do Tesouro.

## Referências Bibliográficas

1. BRESSER PEREIRA, L. C. — *Da Inflação à Hiperinflação: Uma Abordagem Estruturalista*. In Rego, J. M., org. 1990.
2. BRESSER PEREIRA, S. — *O Erro Básico do Plano*. Folha de S. Paulo, 4 de abril de 1990.
3. DALL'AQUA, F. — *Reforma Monetária da Alemanha em 1948*. Pesquisa e Planejamento Econômico, v. 19, nº 2, agosto de 1989.
4. D. G. e DAVIDSON, P. — *Economics for a Civilized Society*. Londres; Macmillan.

5. FARO, C. e BRANDÃO, A. S. — *Os Salários no Plano Collor*. Folha de S. Paulo, 2 de maio de 1990.
6. KIGUEL, M. A. e LIVIATAN, N. — *Inflationary Rigidities and Orthodox Stabilization Policies: Lessons from Latin America*. The World Bank Economic Review, v. 2, nº 3, setembro de 1988.
7. NAKANO, Y. — *Da Inércia Inflacionária à Hiperinflação*. In Rego, J. M., org. 1989.
8. REGO, J. M. — *A Aceleração Recente da Inflação*. São Paulo: Editora Bial, org., 1989.
9. ——— — *Inflação e Hiperinflação*. São Paulo, Editora Bial, org., 1990.
10. VIANNA, Luiz Werneck — *O Ovo da Serpente e o Omelete de Indiana Jones*. Instituto Universitário de Pesquisas do Rio de Janeiro: *Grupo de Conjuntura* nº 26, março de 1990.

Originais recebidos em 15 de maio de 1990