

Moratória, Confisco e Política Fiscal

E. J. Reis

R. Z. Vilela

R. A. Markwald

Pesquisadores do IPEA/INPES

1. Antecedentes

1.1. Ajuste fiscal, contração de liquidez e moratória interna

Apesar de óbvia, a primeira observação a se fazer sobre o Plano Collor ou Brasil Novo é que se trata de um programa essencialmente ortodoxo. A heterodoxia porventura existente é exclusivamente jurídica. Do ponto de vista econômico, o receituário é controle da liquidez, ajustamento fiscal e, como consequência, recessão e desemprego.

A grande promessa da *heterodoxia clássica* era erradicar o processo inflacionário sem a necessidade de ajuste fiscal, recessão e desemprego. Com a falência da heterodoxia, paulatinamente, portanto, impôs-se o consenso quanto à necessidade do ajuste fiscal e da própria recessão na contenção do processo inflacionário. Nessa medida, abastardou-se a receita heterodoxa, sendo desenfaticado o papel das políticas de rendas ou do controle dos preços básicos da economia, muito embora persistisse o reconhecimento da sua necessidade para minimizar os custos recessivos da erradicação do processo inflacionário.

O ajuste fiscal é necessário, por um lado, para criar espaço no mercado de bens para o aumento do consumo privado que tende a acompanhar o estancamento do processo inflacionário. Por outro, para se eliminar a fonte *básica* de geração de liquidez para o setor

privado da economia. É a liquidez excessiva dos ativos financeiros, previamente acumulados pelo setor privado, que viabiliza o aumento de consumo gerado pelo estancamento do processo inflacionário.

Esse excesso de liquidez é característico de condições inflacionárias crônicas, quando o financiamento do déficit público se faz de forma quase exclusiva através da emissão de títulos indexados à inflação e com prazos de vencimentos excessivamente curtos. No limite, a dívida pública, girando no *overnight*, torna-se moeda indexada.

Nessas condições, a política monetária perde sua eficácia, pois, dada a expressiva participação da dívida pública nos ativos financeiros, a elevação das taxas de juros não afeta a riqueza ou o patrimônio do setor privado e, portanto, suas consequências estão restritas ao efeito liquidez, ou seja, à mera postergação dos planos de consumo e investimento privado. Vista por outro lado, a elevação da taxa de juros aumenta o déficit público e, nessa medida, transfere mais renda do Governo para o setor privado. Colocam-se, portanto, os problemas de consistência e credibilidade das políticas econômicas. A redução do déficit operacional do setor público é insuficiente para garantir a contração da liquidez no sistema e do excesso de demanda do setor privado que pode ser financiado pelo estoque acumulado da dívida pública. O conceito relevante passa a ser o déficit nominal.

Recuperar a eficácia da política monetária, permitindo-a controlar o nível de liquidez, exige, portanto, alongar o perfil da dívida interna do Governo, bem como remunerá-la a taxas de juros fixas (ainda que em termos reais) ao invés de flutuantes. Com prazos de vencimento dilatados, os títulos do Governo deixam de exercer pressões inflacionárias no mercado de bens ou ativos reais.

Para se alongar o perfil da dívida interna do Governo, pode-se distinguir duas estratégias básicas de política econômica. A primeira, *gradualista*, consiste no alongamento voluntário através dos mecanismos de mercado. Na sequência lógica dessa alternativa, o primeiro passo seria um ajuste fiscal de proporções gigantescas implicando reduções drásticas nas necessidades de financiamento do Governo; as consequências seriam, por um lado, um processo recessivo com redução das pressões inflacionárias da economia, e, por outro, a restauração da credibilidade dos títulos do Governo com a eliminação do risco de moratória. Assim, restauram-se as possibilidades de alongamento do perfil da dívida interna e, portanto, de controlar o nível de liquidez da economia.

A segunda alternativa é o *tratamento de choque*. O ponto de partida é o alongamento do perfil da dívida interna através da imposição de uma moratória. Restaura-se de imediato a eficácia da política monetária para controlar a liquidez e conter as pressões inflacionárias da economia. Os custos são, além da recessão que acompanha a erradicação do processo inflacionário, a perda de credibilidade dos títulos do Governo que se supõe seja temporária. O ajuste fiscal é, praticamente, uma necessidade imposta pelas necessidades de financiamento do Governo que o fim da moratória deverá acarretar. Portanto, sua magnitude e velocidade estão ditadas pelas dimensões e prazos envolvidos na moratória.

O Plano Collor optou pelo tratamento de choque. Em termos mais concretos, seus elementos básicos foram:

a) moratória interna: parcela substancial dos ativos financeiros da economia (70%) foi transformada em títulos do Governo com prazo de 18 meses de vencimento com correção

monetária e juros de 6% a.a. Note-se que à moratória aplicam-se também ativos financeiros do setor privado que, nessa medida, foram transformados em dívidas do Governo. O mecanismo utilizado foi a reforma monetária que impõe o Cruzeiro como a nova moeda e torna indisponíveis os ativos financeiros em cruzados novos;

b) ajustamento fiscal: superávit de 2% do PIB em 1990 através do aumento da carga tributária, corte de gastos e operações de privatização (muito embora essas, a rigor, não possam ser consideradas como transações correntes);

c) política de rendas, envolvendo a prefixação dos reajustamentos de preços e salários. Como se verá, esse é um elemento desnecessário, senão espúrio do Plano Collor;

d) política de câmbio flexível.

Note-se que a moratória decretada pelo Plano Collor foi de tão-somente 18 meses (o que é curto comparado, por exemplo, com a experiência argentina) e, portanto, pressupõe elevado grau de confiança na possibilidade de se promover um drástico ajuste fiscal e o restabelecimento da credibilidade dos títulos públicos no curto prazo.

1.2. Liquidez, riqueza e credibilidade

O aperto de *liquidez* na economia deverá ser o primeiro efeito do Plano Collor. Com efeito, a Medida Provisória 168 deve causar uma contração da liquidez sem paralelos na história econômica brasileira. Estimativas preliminares mostram que a moratória cobre cerca de 70% dos US\$ 110 bilhões ativos financeiros da economia brasileira (números de final de março de 1990).

Oficialmente, a magnitude da contração de liquidez efetivada foi justificada como restabelecendo a relação entre meios de pagamento e PIB, considerada *normal* em economias com estabilidade de preços. Deve-se ter presente, contudo, que nessas economias a existência de mercados secundários relativamente eficientes assegura liquidez aos demais ativos financeiros. Dado que não se permitiu a transferência de titularidade dos ativos em cruzados novos, o desenvolvimento dos mercados secundários foi tolhido, implicando, portanto, restrições à liquidez do sistema bem acima do *normal*. Nesse sentido, a decisão de proibir a transferência de titularidade dos cruzados novos parece questionável.

De acordo com as estimativas apresentadas na Tabela 1 a seguir, as reduções foram de, aproximadamente, 20% para meios de pagamento, 80% para dívida federal em poder do público e 65% para as cadernetas de poupança.

Naturalmente, a evolução dos estoques dos vários ativos vem se mostrando bastante diversa, não só pelo impacto diferenciado das medidas, mas sobretudo pelo reajustamento do *portfolio* que ocorre em função de fatores como: expectativas em relação à taxa de inflação e à taxa de juros real; o *prêmio* que passou a existir para transações feitas em moeda em função da obrigatoriedade do cheque nominal acima de determinados montantes; e, no curtíssimo prazo, custos não monetários das transações bancárias.

Tabela 1
 Estimativa Preliminar dos Haveres Financeiros
 (para o final de março de 1990 em US\$ bilhões)

Discriminadas	Disponível (A)	Retido (B)	Total (C)	(A)/(C)
Papel-Moeda P. P.	5,0	—	5,0	100,0%
Depósitos à vista	2,9	2,3	5,2	55,6%
Meios de pagamento (M_1)	7,9	2,3	10,2	77,4%
Tit. Fed. P. P.	8,9	40,7	49,6	17,2%
Meios de pagamento (M_2)	16,8	43,0	59,8	27,1%
Cad. de poupança	12,9	24,4	37,3	34,6%
Meios de pagamento (M_3)	29,8	67,4	97,1	30,6%
Dep. a prazo	0,8	3,3	4,1	20,1%
Meios de pagamento (M_4)	30,6	70,6	101,2	30,2%
Outros haveres	2,4	9,7	12,1	20,0%
TOTAL	33,0	80,3	113,3	29,1%

Fonte: BACEN, Nota Depec 90/02.

A contrapartida da contração de liquidez foi, naturalmente, a elevação das taxas de juros reais para níveis recordes. No mês de abril, a taxa de juros mensal do *overnight* deverá acumular rendimentos um pouco superiores a 4% (menos de 3% pós-tributação dos ganhos de capital); sendo a expectativa de inflação próxima de zero, a taxa de juros será significativamente positiva.

Devido à elevação nas taxas de juros, no curto prazo, deverá ocorrer postergação de consumo e investimento e queda nos níveis de atividade econômica de magnitude suficiente para garantir a estabilidade de preços, senão deflação dos preços. Parecem pouco fundamentados os temores, inicialmente difundidos, que a retração do nível de atividade da economia venha a provocar, ainda em curto prazo, desabastecimento e recrudescimento do processo inflacionário trazendo o pior dos mundos: hiperinflação e recessão. De fato, apesar dos problemas localizados de desabastecimento causados pela desorganização do processo produtivo nos primeiros momentos do Plano, não resta dúvida de que o processo recessivo será liderado pela contração da demanda, excluindo, portanto, a possibilidade do desabastecimento generalizado.

Na avaliação das consequências recessivas do Plano é fundamental ter em conta o efeito riqueza. A elevação da taxa de juros real da economia tem como consequência a redução no preço real dos ativos da economia como imóveis, terra, dólar, ações etc. (quedas foram da ordem de 50% para ação e de 10% para dólar no paralelo), reduzindo a riqueza ou o valor dos estoques de ativos reais e financeiros do setor privado. Na tentativa de recompor sua riqueza, o setor privado aumenta sua propensão a poupar e reduz sua propensão a consumir. Naturalmente, a recomposição da riqueza deve se dar, inicialmente, pela acumulação dos ativos financeiros com maior liquidez.

Muito embora inexistam estimativas sobre o efeito riqueza, é válido supor que este trará contração significativa do consumo privado. Note-se que, por sua própria natureza, o efeito se faz sentir em um prazo mais longo, na medida em que o setor privado aumenta sua propensão a poupar.

Pela elevada concentração de riqueza da economia brasileira, o efeito riqueza tende a ser considerado como algo negligenciável ou cujos efeitos são assimétricos em termos da estrutura de demanda. Nesse sentido, deve ser observado que a recessão gera, via desemprego e queda no salário, reduções na renda permanente ou riqueza dos assalariados.

A magnitude do efeito riqueza dependerá também da própria credibilidade do Plano, pois o valor real dos ativos financeiros bloqueados é parte da riqueza do setor privado e, portanto, quanto mais forte e difundida a percepção de que a moratória será, de fato, transformada em confisco, maior a redução da riqueza do setor privado. Essa incerteza deverá se refletir na resistência à baixa das taxas de juros praticadas na economia e, como procuramos mostrar adiante, poderá ter implicações importantes para a condução da política fiscal.

A *credibilidade* das instituições e dos instrumentos financeiros do País constitui outro aspecto importante na análise do Plano Collor. Nesse sentido, cabe chamar a atenção para a possibilidade de desintermediação financeira, ou seja, que o esforço de poupança na tentativa de recompor os níveis de liquidez e riqueza da economia seja, na verdade, canalizado para o entesouramento de ativos financeiros (ou reais) situados *fora* da alçada ou jurisdição fiscal e monetária do Governo brasileiro, como é o caso, por exemplo, do *dinheiro debaixo do colchão*, dólares ou ativos reais improdutivos. Como veremos a seguir, no curto prazo, isso poderá ter conseqüências funestas para a recuperação da eficácia da política monetária.

2. Perspectivas

2.1. A recessão é inevitável

A dimensão da magnitude dos efeitos liquidez e riqueza permitem afirmar que, no curto prazo, a inflação estará sob controle, sendo, muito provavelmente, nula, senão negativa. No médio prazo, ou seja, no próximo ano, existem amplas possibilidades de se obter taxas baixas de inflação. Com a decretação da moratória, o Governo recuperou a capacidade de controlar a liquidez do sistema e, portanto, a não ser que ocorram erros possíveis na condução da política monetária, a inflação estará sob controle.

A contenção do processo inflacionário não será conseqüência do controle de preços e salários (nesse sentido, instrumentos totalmente dispensáveis), mas do excesso de oferta que caracteriza o processo recessivo que será desencadeado pelo controle de liquidez. A recessão é, portanto, aceita como custo inevitável da contenção do processo inflacionário. A questão que se coloca é quão longo e profundo deverá ser esse processo recessivo.

A eclosão do processo recessivo se dará naqueles setores cuja demanda depende de financiamento e que, portanto, são mais susceptíveis à contração da liquidez e à elevação das taxas de juros reais, como é o caso da construção civil, dos bens de consumo duráveis

e dos bens de capital. As contrações da demanda, juntamente com os custos proibitivos de financiamento de estoques, forçarão a redução de preços e das margens de lucros e, conseqüentemente, redução dos níveis de produção e emprego desses setores.

A brusca retração do nível de atividades desses setores se estenderá em um segundo estágio (que deverá estar ocorrendo nos próximos dois ou três meses) para os setores produtores de bens intermediários e dos bens de consumo não duráveis, generalizando o processo recessivo. Para 1990, pode-se prever uma queda da ordem de 6% no PIB.

Como foi notado, a liderança no processo de ajustamento é a contração de demanda e, portanto, muito dificilmente ocorrerá desabastecimento. No curto prazo, naturalmente, poderão ocorrer aumento na demanda dos não duráveis, semiduráveis e dos duráveis de menor valor unitário. Contudo, trata-se, na maioria das vezes, de um reajustamento nos estoques de ativos do setor privado (incluindo-se aqui os estoques de duráveis de consumo) devido às modificações de preços relativos decorrentes da redução dos estoques e do nível de atividade no setor empresarial. O aumento do nível de demanda deverá ser, portanto, efêmero.

Merecem destaque as conseqüências recessivas do Plano para as atividades de *intermediação financeira*. A moratória da dívida interna implicou, na verdade, uma redução de aproximadamente 60 a 70% dos ativos do setor financeiro do setor privado. A manutenção das margens de rentabilidade implicará, portanto, redução dos custos operacionais da mesma ordem de magnitude. Acrescente-se a isso o fato de que grande parte das receitas operacionais desse setor era decorrência direta das altas taxas de inflação da economia, caracterizando-se o que se chamava de corretagem da inflação.

Segundo estudo da própria FEBRABAN (JB, 15/4/90), se a taxa de inflação mensal da economia brasileira se situar no intervalo entre 2 e 5% ao mês, o produto do setor financeiro deverá sofrer uma redução de, aproximadamente, US\$ 20,8 a US\$ 31 bilhões, ou seja, respectivamente 47,8 a 62,7% em termos percentuais; isso implica que a participação do setor no PIB contrair-se-á dos 14,5% em 1989 para algo entre 6,6 e 9,4%.

Note, contudo, que a redução do setor financeiro seria conseqüência inevitável de qualquer processo de contenção da inflação. Pelo estudo citado da FEBRABAN, na década de 80, a inflação respondeu por 94,6% do crescimento do sistema financeiro, enquanto a demanda por serviços de intermediação financeira responde por apenas 5,4%. A redução do setor é, na verdade, parte do processo de ajustamento estrutural da economia a condições não inflacionárias.

O que distingue o Plano Collor nesse sentido é, primeiro, a forma brusca em que deve se dar o ajuste; segundo, o caráter discriminatório e, de certa forma, arbitrário que ele assume na medida em que, tal como implementada, a moratória congelou posições de débito e crédito vigentes no dia 13 de março de 1990; e, por fim, o problema da credibilidade dos ativos financeiros que se acentua ainda mais nessas condições.

2.2. Os riscos de inflação e de depressão: a ineficácia das políticas monetária e fiscal

Aceitando que a recessão é inevitável, os problemas fundamentais da política econômica serão impedir a depressão e a reinfração.

Na perspectiva otimista, o risco da depressão está afastado, pois o Governo pode, a qualquer momento, reativar a economia através da política monetária, expandindo a liquidez do sistema ou da política fiscal e aumentando os gastos públicos.

Com relação à *política monetária*, cabe sempre lembrar que ela é como corda: um instrumento bom para puxar — no sentido de frear a demanda agregada e reduzir o nível de atividade econômica —, mas de pouca eficácia para empurrar ou fazer com que a economia volte a crescer.

Isso porque, uma vez instalado o processo recessivo, os principais componentes da demanda agregada, quais sejam, consumo e investimento privado, tornam-se mais sensíveis às perspectivas do nível de emprego e utilização de capacidade e relativamente insensíveis às condições de crédito que se expressam no montante de financiamento e nas taxas de juros.

Por outro lado, em condições recessivas, a própria oferta de crédito retrai-se na medida em que existem maiores riscos de inadimplência. Esse aspecto foi magnificado no Plano Collor, pois, como grande parte dos ativos do setor privado estão indisponíveis, torna-se necessária a avaliação bem mais rigorosa da rentabilidade operacional dos agentes econômicos.

Finalmente, como já foi dito, o Plano Collor teve como um de seus principais efeitos reduzir a credibilidade dos ativos financeiros da economia. Devido a isso, existem riscos significativos de mudanças no comportamento do setor privado em termos de propensão a poupar e da canalização dessas poupanças para o entesouramento, dessa forma causando a desintermediação financeira da economia.

A argumentação acima implica que a política monetária se torne ineficaz para reativar a economia, pois a reinjeção de liquidez no sistema não trará os aumentos normalmente esperados dos níveis de atividade e emprego.

A tentativa de fazê-lo através de linhas seletivas de crédito oficial (para a construção civil, consórcios etc.) poderá ser desastrosa para o combate à inflação. Por um lado, porque a injeção de liquidez é feita de forma ineficiente sem a redução efetiva dos riscos na economia como aconteceria, por exemplo, no caso dos *leilões de cruzados novos*. Por outro, pelos subsídios creditícios gerados e suas implicações fiscais. Assim sendo, os efeitos se fariam sentir antes sobre os preços, sobretudo dos ativos de risco e bens especulativos, do que sobre o nível de atividade da economia.

Diversamente, pode-se argumentar que o efeito da perda de credibilidade dos ativos financeiros e da consequente desintermediação financeira é dominante. Portanto, contrariamente, ocorreria o desincentivo à poupança e o aumento de propensão a consumir. Combinando-se com a contração na oferta, o resultado desse cenário alternativo seria, muito provavelmente, recessão e hiperinflação.

A hipótese subjacente do cenário alternativo acima é que, por pressões políticas, o Governo não conseguirá manter uma política monetária suficientemente apertada, reinjetando liquidez excessiva na economia. Ou então que, mesmo com escassez de liquidez e taxas de juros elevadas, o consumo não seria postergado; nesse caso, a velocidade de circulação da moeda teria que aumentar de forma significativa e totalmente inesperada.

Note-se, contudo, que ambos os cenários apontam para a possibilidade de desintermediação financeira e perda de eficácia da política monetária: no primeiro deles, essa perda de eficácia se faria sentir na tentativa de reativar a economia enquanto que, no segundo, ela seria sentida já na contenção do processo inflacionário.

Na verdade, as duas hipóteses acima não são necessariamente excludentes, cabendo apontar que a condução da política monetária talvez esteja entre Escila e Caribdis, exigindo sintonia demasiadamente fina para permitir à economia evitar, por um lado, a recessão e, por outro, o recrudescimento do processo inflacionário.

Na análise da *política fiscal* e suas potencialidades, os problemas de credibilidade e eficácia surgem novamente de forma crítica. O aspecto fundamental nesse caso é a incerteza das expectativas do setor privado quanto ao montante das necessidades de financiamento do Governo, uma vez finda a moratória em agosto de 1991. Mais do que nunca coloca-se a questão: a dívida do Governo pode ser considerada como fazendo parte do patrimônio líquido do setor privado?

Se o setor privado acredita que, de fato, o ajuste fiscal previsto para os próximos 18 meses será suficiente para manter reduzidas as necessidades de financiamento do Governo, então não será necessária nova moratória ou emissão inflacionária. Nesse caso, o valor presente dos ativos em cruzados novos bloqueados e, portanto, o efeito riqueza estarão restritos ao desconto implícito na taxa de juros.

Se, ao contrário, a percepção generalizada for de insuficiência de ajuste fiscal, o valor dos ativos em cruzados novos sofrerá um deságio refletindo a expectativa do *confisco* que será causada pelo prolongamento da moratória ou pelo retorno das altas taxas de inflação causado pelo descontrole da emissão monetária. Nesse sentido, pode-se dizer que o efeito riqueza do Plano seria magnificado, trazendo aumento ainda maior na propensão a poupar do setor privado e, conseqüentemente, maior impacto recessivo.

É importante frisar que nesse caso haveria redução da eficácia da política fiscal enquanto instrumento de reativação da economia. Qualquer aumento de gastos ou redução de impostos, gerando maiores necessidades de financiamento do Governo, terá seu efeito sobre a demanda agregada parcialmente anulado pela decisão do setor privado de aumentar sua poupança para recompor a riqueza *confiscada* pelo Governo.

As considerações acima mostram que os efeitos recessivos do Plano dependem fundamentalmente das expectativas em relação ao déficit e às necessidades de financiamento do setor público nos próximos dois anos. Com efeito, a moratória postergou, mas não prescindiu da necessidade do ajustamento fiscal.

As projeções iniciais do próprio Governo mostravam um superávit da ordem de 2% do PIB em 1990, sendo a estimativa do déficit em 1989 da ordem de 8% do PIB. Essa redução espetacular no déficit resultaria de maior tributação (contribuindo com 6% do PIB) das privatizações (3,5%) e da reforma administrativa (0,5%).

Apesar da precariedade das estatísticas disponíveis, essas estimativas merecem algumas qualificações. Primeiro, os conceitos de déficit e de superávit utilizados são pouco precisos: parte das receitas fiscais incluídas será extraordinária (*once and for all*) e, de forma rigorosa, não afetará o resultado das contas correntes, sendo melhor tratá-las como transações de capital, deduzindo-as diretamente da dívida pública.

Operações de privatização e a imposição de uma alíquota excepcional do IOF sobre ações, ouro, poupança, fundos de curto prazo, títulos etc. contida na Medida Provisória 160 são exemplos cabíveis. A estimativa é que, conjuntamente, essas medidas transferirão para o Governo recursos da ordem de 5% do PIB. Além disso, o Governo obteve ganhos de capital da ordem de 7% do PIB com a fixação da correção monetária aproximadamente 25% abaixo da taxa de inflação em março de 1990.

Partindo-se de um estoque de ativos financeiros *confiscados* que representa 33% do PIB, resultaria uma dívida líquida do Governo de aproximadamente 20% do PIB. Trata-se de uma cifra preocupante, pois é, historicamente, o maior valor da relação dívida interna/PIB observado para a economia brasileira. A partir de agosto de 1991, o refinanciamento da dívida pública deverá gerar, portanto, necessidades excepcionais de financiamento para o setor público. Atender a essas necessidades sem retornar ao descontrole inflacionário implica necessidade de ajuste prévio nas contas correntes do Governo.

Projeções para as principais contas correntes do Governo Federal em 1990 (excluindo empresas estatais segundo conceito das Contas Nacionais) são apresentadas a seguir:

Tabela 2
Déficit em Conta Corrente e Necessidade de Financiamento do
Governo Federal em 1988 e Projeções para 1990

Item	% do PIB 1988	Cresc. 1990	% a.a.
Receitas correntes	20,8	20,5	-2,1
Impostos	14,3	17,1	7,6
Outras receitas	6,5	3,5	-27,9
Despesas correntes	20,4	25,5	
Despesas não-financ.	16,3	22,5	15,9
Consumo	5,9	8,9	20,8
Transf. Assist. Prev.	5,2	9,0	30,3
Transferências	4,3	4,4	-0,3
Subsídios	0,9	0,2	-54,8
Juros externos e internos	5,1	3,0	-24,1
Poupança em Conta Corrente	-0,6	-5,0	195,2
Formação Bruta de Capital	1,0	1,5	16,5
Necessid. de financiamento	1,6	6,5	100,3

Fonte: GAC-INPES/IPEA, projeções não-publicadas.

A situação apresentada pelas projeções é, no mínimo, preocupante. O déficit em conta corrente projetado para 1990 representa cerca de 5% do PIB que se compara com 0,6% em 1988 (último ano para o qual existem estatísticas oficiais). Em termos de necessidade de financiamento, a cifra projetada é 6,5% do PIB.

En passant, cabe talvez lembrar que essa última cifra é da mesma ordem de magnitude do aumento de senhoriagem propiciado pela eventual queda na taxa de inflação e conseqüente monetização da economia.

As hipóteses básicas subjacentes às projeções são a redução das taxas de inflação para 2% ao mês e uma queda de aproximadamente 6,5% do PIB em 1990. Apesar de parecer

pessimista, hipóteses de queda no PIB dessa ordem de magnitude aparecem em várias análises. Por outro lado, a hipótese de inflação é certamente otimista.

No que tange às receitas, o efeito cíclico — queda na arrecadação real devido à recessão —, o efeito Tanzi — aumento real na arrecadação devido à queda na inflação — e o efeito Tuma — aumento trazido pela redução na sonegação e evasão fiscal — projetados para os impostos praticamente se compensam. O item *Outras Receitas*, sobretudo pela queda nas transferências do Banco Central para o Tesouro, apresenta redução real significativa. Deve-se notar que as estimativas não consideram os efeitos do aumento de alíquotas do IPI, a reformulação da sistemática de taxação da agricultura e grandes fortunas e o reajuste de preços e tarifas públicas.

Nas despesas, destacam-se os aumentos reais projetados para os gastos com consumo e previdência social. Para os gastos de consumo, a explicação está na suposição de que o salário real médio do funcionalismo público se manterá significativamente elevado (próximo do seu *pico* que ocorre em janeiro) na hipótese de baixas taxas de inflação, acarretando um aumento na folha de salário de 3% do PIB em 1988 para 9% em 1990. No caso da previdência, trata-se, naturalmente, do caráter anticíclico dessas despesas.

As projeções mostram que o ajuste fiscal do Plano Collor ainda está por se fazer (alternativas nesse sentido são discutidas na última seção desse artigo). Caso esse ajustamento não se realize em tempo hábil, o déficit em conta corrente e as necessidades de financiamento que se projetam para o ano de 1991 tornarão novamente insuportável o *trade-off* entre inflação e desemprego. Ou seja, a suspensão moratória a partir de agosto de 1991 implicaria financiamento inflacionário e altas taxas de inflação ou então prolongamento do processo recessivo devido às altas taxas de juros e à perspectiva de postergação da moratória.

2.3. Política cambial e dívida externa

As políticas cambial e de endividamento externo que acompanharão o Plano Collor não foram definidas com precisão no primeiro momento. Com relação à dívida externa, a declaração oficial até o momento se restringiu à intenção de impor um limite máximo equivalente a 2% do PIB para o pagamento do serviço da dívida. No mais, anuncia-se uma predisposição à retomada de negociações, incluindo a possibilidade de operações de conversão da dívida externa.

Havendo recessão e controle da inflação não há por que se objetar às operações de conversão da dívida externa, sobretudo quando associadas a exportações de bens e serviços. Naturalmente, o Governo deve sempre maximizar a parcela do deságio no mercado secundário que é apropriada domesticamente.

Na política cambial, a intenção inicial foi no sentido de maior flexibilidade, ou seja, de se dar às forças de mercado maior peso na determinação da taxa de câmbio. Contudo, na verdade, o Banco Central manteve até o momento posição decisiva no processo de determinação da taxa de câmbio. Além disso, como a participação no mercado oficial está restrita a determinados agentes econômicos (exportadores, importadores etc.), as cotações do dólar no mercado paralelo permanecem significativamente distintas.

Trata-se, portanto, de um sistema de *fixação suja* antes que um de *flutuação suja* da taxa de câmbio. Poder-se-ia sugerir que essa política se justifica pela tentativa de retirar da taxa de câmbio qualquer papel de sinalizador oficial da taxa de inflação.

A concepção da política cambial pode ser criticada por não considerar de forma adequada aspectos fundamentais da questão do endividamento externo. Como grande parte da dívida é de responsabilidade do próprio Governo, taxa de câmbio flexível é um conceito ambíguo, pois o equilíbrio do mercado está fundamentalmente determinado pelos objetivos governamentais em relação às reservas cambiais e ao serviço da dívida externa. Em outras palavras, a crise da dívida externa é por definição uma falência do mercado cambial.

Na conduta da política cambial esse equívoco se refletiu até o momento na timidez da intervenção governamental que tem sustentado taxas de câmbio em níveis inferiores àqueles que garantiriam o equilíbrio do balanço de pagamentos em pleno emprego. Apesar da desvalorização real de aproximadamente 13% que ocorreu no primeiro mês, o nível da taxa de câmbio pode ser considerado insuficiente para garantir a competitividade internacional da economia.

A restrição de liquidez e a recessão implicam, a curto prazo, exportações líquidas maiores do que as necessidades de divisas para pagamento dos serviços não-fatores e dos compromissos da dívida externa, sobretudo tendo-se em conta que esses pagamentos encontram-se naturalmente restringidos. A taxa de câmbio de mercado tende, portanto, a ser baixa. Contudo, no longo prazo, a taxa de câmbio baixa conflita com a retomada do crescimento e a plena normalização das relações financeiras internacionais do País.

Além disso, dadas as incertezas em relação ao estoque de cruzados novos que ficaria retido com o setor privado existente na primeira fase do Plano, a motivação da decisão foi, ao que parece, utilizar a taxa de câmbio como variável para se ajustar à liquidez do sistema. Insistir nessa linha de atuação pode ser, contudo, desastroso: a taxa de câmbio constitui um dos poucos instrumentos de injeção de liquidez que garantidamente sustenta o nível de atividade da economia, além do equilíbrio do balanço de pagamentos no longo prazo.

3. Alternativas para o Ajuste Fiscal

3.1. O reduzido espaço para ajustamento nas contas correntes

A análise anterior mostrou que o ajustamento fiscal do Plano Collor ainda está por se fazer. Para que a moratória decretada venha a ser suspensa sem o recrudescimento do processo inflacionário, o déficit e as necessidades de financiamento do setor público terão que ser bem menores do que os valores projetados na Tabela 1. Cabe, portanto, indagar sobre as alternativas existentes para se fazer o ajustamento fiscal requerido.

No curto prazo, o espaço disponível é bastante restrito. Do lado das receitas, diversos fatores tornam pouco prováveis aumentos adicionais na carga tributária: comportamento recessivo da economia; o princípio constitucional da anualidade que se aplica a todos os impostos exceto IPI, IOF e Imposto sobre o Comércio Exterior; além disso, com a indexação das taxas do Imposto de Renda ao valor do BTN eliminou-se a possibilidade de *dragagem*

fiscal; por fim, nas projeções efetuadas já se incorporavam os efeitos esperados de algumas medidas de combate à sonegação.

O ajuste possível está do lado das despesas. O fato de os salários estarem próximos do *pico* permite projetar a folha de salário do funcionalismo público para 1990 em 6,6% do PIB; o número equivalente foi 3% em 1988. Apesar das restrições legais para as demissões, não há dúvida de que existem ganhos possíveis nesse item com a reforma administrativa.

Existe também espaço para cortes em outros itens de despesas como, por exemplo, Outras Compras e Outras Transferências Intergovernamentais. Outra possibilidade seria a transferência para estados e municípios de várias atividades hoje sob responsabilidade do Governo Federal, que nada mais seria do que a contrapartida do aumento no volume de recursos repassados constitucionalmente para os outros níveis de Governo.

Interessa frisar, contudo, que ainda que se efetive, esse esforço de ajustamento fiscal será insuficiente para garantir o financiamento não-inflacionário do setor público, uma vez finda a moratória.

3.2. A redução da dívida via tributação da riqueza

Uma alternativa para se realizar o ajuste fiscal que certamente deveria ter merecido — e segue merecendo — consideração mais cuidadosa por parte das autoridades governamentais é reduzir a dívida interna através da tributação da riqueza pessoal ou patrimônio líquido do setor privado não-empresarial.

Na verdade, o Plano Collor propôs projeto de lei específico sobre taxaço de riqueza pessoal. Propôs-se, contudo, um tributo anual, cujas alíquotas variam de 0,1 a 0,7% do patrimônio líquido, que, caso aprovado, vigorará a partir do ano de 1991. Tratando-se de um imposto anual, as alíquotas são, naturalmente, baixas e, portanto, claramente insuficientes para posicionar redução significativa da dívida interna.

A alternativa aqui proposta é a criação de um imposto extraordinário sobre a riqueza pessoal com alíquotas suficientemente elevadas para propiciar alívio substancial ao problema da dívida interna. Comparada à moratória, essa alternativa traz solução permanente e, nesse sentido, efetiva para o problema da dívida interna do setor público.

Além disso, trata-se de um instrumento cuja aplicação pode ser feita de forma mais equitativa do ponto de vista social. As resistências políticas são, naturalmente, enormes em ambos os casos. Todavia, dado seu amparo constitucional inquestionável, a taxaço da riqueza requer ousadia jurídica menor do que foi necessário para decretar a moratória.

A vantagem da moratória está na maior facilidade técnica de sua implementação devido ao controle que as autoridades monetárias exercem sobre os ativos financeiros. Isso permite maior agilidade na sua aplicação e, sobretudo, possibilita que o *fato* seja criado antes da *lei*. Nesse sentido, moratória e taxaço de riqueza podem e devem ser vistas como políticas complementares e não como alternativas: a moratória antecederia e, de certa forma, legitimaria a taxaço da riqueza que, por sua vez, reduzindo a dívida, aliviaria o problema da moratória.

Na verdade, algumas medidas do Plano Collor implicaram, de fato, taxaço de riqueza. Entre elas, a mais importante foi a fixação da taxa de correção monetária no mês de março abaixo da taxa de inflação. Como apontamos, isso implicou *taxaço* da ordem de

25%. Outra medida efetiva de taxação de riqueza foi a imposição extraordinária do IOF com alíquotas que variam de 8 a 35%, dependendo da transação (muito embora não possa ser considerada como taxação, a indisponibilidade dos ativos financeiros trouxe perdas adicionais de riqueza para o setor privado que estão refletidas na taxa de deságio dos depósitos em cruzados novos que se situa, anualmente, em torno de 25%).

A insuficiência dessas medidas para reduzir de forma significativa a dívida interna já foi apontada anteriormente. Interessa aqui chamar a atenção para o caráter iníquo de sua incidência. Com efeito, incidindo exclusivamente sobre os ativos financeiros, o ônus dessas medidas deve recair de forma desproporcional sobre os extratos intermédios de riqueza para os quais é lícito supor que seja maior a participação dos ativos financeiros.

Em outras palavras, os muito ricos possuem uma maior parcela de sua riqueza em ativos físicos como terras, imóveis rurais e urbanos e bens de consumo duráveis, bem como em títulos de participação acionária nas empresas. Portanto, eles pagaram proporcionalmente menos do que a classe média que possui maior proporção de sua riqueza em ativos financeiros (supondo-se que 10% da riqueza dos extratos intermédios estivessem na forma de ativos financeiros e que a perda no valor desses ativos foi da ordem de 50%, isso implica uma taxação de 5% na riqueza desses extratos; dificilmente os muito ricos terão mais de 1% na forma de ativos líquidos, o que implica uma taxação de 0,5% da riqueza).

A taxação das outras formas de riqueza é, portanto, mera questão de justiça fiscal. No que tange às suas potencialidades, apesar da precariedade das informações disponíveis, estima-se (Gonçalves) (1) que uma alíquota de 10% sobre a riqueza pessoal de 1% (isto é, entre 300 e 600 mil pessoas) dos mais ricos seria suficiente para resgatar a totalidade da dívida pública federal brasileira. A experiência das economias européias no pós-guerra mostra que, de forma alguma, a alíquota de 10% pode ser considerada uma tributação elevada ou excessiva.

Além disso, o fato de grande parte da dívida pública encontrar-se nas mãos de 1% dos mais ricos, e, devido à moratória, na forma de ativos financeiros indisponíveis, torna a mecânica de implementação de um imposto extraordinário sobre a riqueza pessoal extremamente simples: basta, para tanto, dar quitação através do cancelamento dos depósitos em cruzados novos.

A legitimidade política dessa medida decorre das próprias possibilidades que ela abre em termos de solução definitiva para os programas da dívida interna, do déficit público e da inflação. Igualmente importante é a equidade e a legalidade que ela transmite à moratória, aspectos esses da maior importância para a manutenção da estabilidade do processo político, na medida em que contribui para evitar a radicalização das classes médias para a esquerda ou para a direita.

Referência Bibliográfica

1. GONÇALVES, R. — *Ajuste Fiscal, Estabilização e Imposto de Solidariedade*. FEA/UFRJ. Mimeo, fevereiro de 1990.