

# Mais um Programa de Estabilização Inconsistente

**Celso L. Martone**

Professor da Faculdade de Economia e Administração da USP e da FIPE

## 1. A Reforma Monetária

A reforma monetária, que é o núcleo do Plano Collor, consiste em três aspectos distintos. Primeiro, o Governo decretou um imposto sobre o estoque da riqueza líquida do setor privado (ativos financeiros, valor de mercado das ações e ouro financeiro). Este imposto (*capital levy*) produziu um ganho fiscal *de uma vez por todas* estimado em 5% do PIB para 1990, considerados o feriado bancário, o IOF, a suspensão de pagamento de juros sobre a dívida mobiliária interna por 18 meses e o imposto de renda sobre os fundos ao portador.

Segundo, o Governo reestruturou o total dos ativos financeiros, assumindo inclusive dívidas privadas, convertendo-os em depósitos a prazo fixo sob o controle do Banco Central por 18 meses, à taxa de juros de 6% ao ano. Realizou, portanto, um alongamento do perfil da dívida pública interna, uma moratória de juros de 18 meses e uma redução unilateral do custo da dívida para 6% ao ano.

Terceiro, o Governo congelou a titularidade dessa dívida, o que significa que mercados secundários foram proibidos de funcionar para operações de transferência desses depósitos entre os agentes econômicos. Algumas exceções foram abertas na data da decretação do Plano e novas exceções foram sendo permitidas ao longo do tempo, a critério das autoridades do Governo.

A reforma monetária produziu dois efeitos imediatos sobre a economia. De um lado, produziu um efeito riqueza negativo, à medida que o valor de mercado do estoque real de

riqueza privada (ativos financeiros e reais em geral) caiu abruptamente. Tomando como hipótese que o estoque de riqueza real não-humana seja duas vezes o PIB anual, estima-se que a queda imediata desse valor tenha alcançado algo como 23% da riqueza real ou 47% do PIB anual. Isso explica a retração imediata do consumo privado, em particular dos bens e serviços de mais alta elasticidade-renda. De outro lado, a reforma também produziu um efeito liquidez negativo, na medida em que congelou cerca de dois terços dos ativos líquidos do setor privado em depósitos a prazo intransferíveis. Esse efeito liquidez soma-se ao efeito riqueza para produzir uma queda adicional de dispêndio privado, em particular de gastos de investimento das empresas. Além disso, como o Plano reduziu drasticamente o capital de giro das empresas, houve também uma retração de oferta agregada, ao lado da queda de demanda já apontada.

É difícil avaliar a magnitude relativa das contrações de oferta e demanda na economia. O que pode ser dito neste momento é que esses efeitos magnificam o impacto recessivo da reforma e que, como não tem ocorrido um processo deflacionário intenso dos preços dos bens e serviços de produção contínua, é possível que as contrações de oferta e de demanda agregada tenham sido equivalentes.

A partir da decretação da reforma, iniciou-se um processo de remonetização (expansão da oferta monetária em cruzeiros) por vários canais diferentes. A mais importante dessas fontes é o setor público em todos os níveis, que até o dia 18 de maio coletará receita em cruzados novos, transformando-os em cruzeiros quando realizar seus gastos. O setor público, por esse período de dois meses, e o Governo Federal, enquanto não esgotarem os recursos do confisco, serão autoridades emissoras, ao lado do Banco Central. O segundo canal tem consistido das chamadas *torneiras*, que vêm sendo abertas diariamente pelo Governo para irrigar setores específicos da economia, seja pela conversão de cruzados novos em cruzeiros, seja através do crédito seletivo. O terceiro canal é o superávit de balanço de pagamentos ou a aquisição de reservas em moeda estrangeira pelo Banco Central. Estima-se que até a data limite de 18 de maio de 1990, quando termina essa fase da reforma monetária, a relação ativos financeiros/PIB, que era de cerca de 30% antes do Plano e foi cortada para 9%, tenha retornado ao nível de 15% do PIB. Isso significa uma expansão monetária em cruzeiros, nos dois primeiros meses do Plano, da ordem de 29% ao mês. A partir de 18 de maio, supondo que os *leilões* de conversão de cruzados novos em cruzeiros jamais sejam realizados, a expansão monetária em cruzeiros será determinada pelas fontes tradicionais já conhecidas no Brasil.

## 2. A Escolha de *Portfólio* pelo Público

Nas condições prevalecentes antes do Plano, o público desejava manter ativos financeiros em seu *portfólio* equivalentes a 30% do PIB anual. É interessante observar que essa relação vinha se mantendo admiravelmente estável nos últimos cinco anos, a despeito das enormes oscilações da economia. O Plano Collor, entretanto, ao fixar como seu ponto de sustentação o confisco e o congelamento dos ativos financeiros, certamente terá reduzido a proporção de seu *portfólio* que o setor privado deseja manter em ativos financeiros. A magnitude dessa redução é inestimável, *a priori*, embora se possa determinar os fatores de que ela depende. Qualquer que seja o desenvolvimento futuro do Plano, é claro que a economia brasileira tornou-se mais vulnerável a corridas especulativas, pânico bancários

e dolarização, fenômenos pouco significativos entre nós, embora dominantes em países como a Argentina.

A parcela dos ativos financeiros nos *portfolios* privados daqui em diante dependerá basicamente de dois fatores. Primeiro, da percepção dos agentes econômicos sobre o comportamento futuro da necessidade de financiamento do setor público. Se a expectativa de déficit público futuro (ao longo dos cinco anos do governo Collor) for maior do que o nível que o setor privado considera financiável, ocorrerá gradual ou abruptamente uma redução na relação ativos financeiros/PIB, pois os agentes privados passarão a atribuir uma alta probabilidade a um novo confisco. Segundo, a natureza do Plano tornou claro que a hipótese macroeconômica básica, embora falsa, que orienta este Governo é que a liquidez da economia — medida pela parcela dos ativos financeiros realizável a curtíssimo prazo — é um óbice intransponível à estabilização monetária, devendo ser cortada por medidas confiscatórias. Ora, se no futuro formar-se a percepção de que a liquidez é excessiva, os agentes também nesse caso atribuirão alta probabilidade a novos congelamentos de ativos. Dito de outra maneira, o Plano deixou a nu que a sociedade não está diante de um Governo benevolente, que tem a mesma função-objetivo do setor privado, mas de um Governo competitivo com os agentes privados, que maximiza outras funções-objetivo, até aqui pouco claras.

Esses dois fatores críticos (o déficit público e o *excesso* de liquidez), contudo, provavelmente, terão um comportamento preocupante no futuro próximo, em virtude da própria natureza do Plano.

A restrição orçamentária do setor público como proporção do PIB pode ser expressa pela equação:

$$d + rb + r^*b^* = M/p + b + b^* \quad (1)$$

onde  $d$  é o déficit primário,  $r$  a taxa real de juros interna,  $b$  o estoque de dívida interna,  $r^*$  a taxa de juros externa,  $b^*$  o estoque da dívida externa,  $M$  a base monetária e  $p$  o nível geral de preços.

Depois do Plano, essa equação ficou bastante simplificada, pelos seguintes fatos. Primeiro, o Governo vem mantendo uma moratória externa sobre a dívida de médio e longo prazos com os bancos privados. Suponha, por simplicidade, que  $(r^*b^*) = 0$ . Segundo, decretou uma moratória interna por 18 meses, fazendo  $(rb) = 0$ . Terceiro,  $b^* = 0$  (nenhum dinheiro novo externo). Quarto, será pouco provável que o Tesouro Nacional possa emitir títulos ao público no futuro próximo, pela quebra de confiança, de tal forma que  $b = 0$ . Logo, a restrição orçamentária a curto prazo fica reduzida a:

$$d = M/p = \pi m + m \quad (2)$$

onde  $\pi$  é a taxa de inflação e  $m$  é a base monetária real.

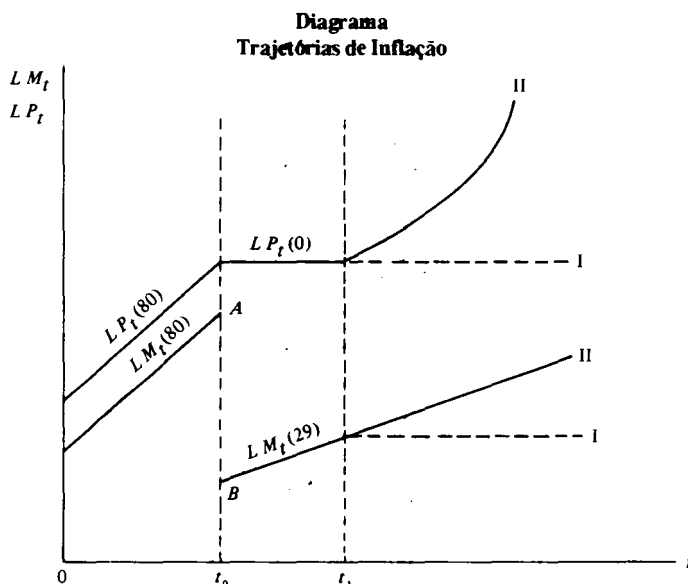
O Plano joga a economia num esquema rudimentar de financiamento inflacionário, que tem como variável crítica o tamanho do déficit primário do setor público. O Governo passou a ter o imposto inflacionário como única fonte de financiamento no futuro. Nessas condições, duas inconsistências fatais existem no Plano. Primeiro, uma verdadeira reforma fiscal, capaz de zerar o déficit primário do setor público, não foi realizada, de tal forma que

$d > 0$ . Segundo, deixou-se de criar um banco central independente, que emprestasse maior credibilidade à nova moeda (o Cruzeiro). Assim, continuou armado — na verdade, colocado em seus termos mais primitivos — o mecanismo inflacionário no País.

Por outro lado, é provável que a preferência pela liquidez dos agentes econômicos tenha sido reforçada após o Plano. Na incerteza quanto ao desenvolvimento futuro da equação (2), todos querem manter somente ativos financeiros de curtíssimo prazo, que lhes permitam rever suas posições dia-a-dia e minimizar o risco de um novo confisco. Logo, também por esse lado, a armadilha continua de pé, podendo criar as condições para novos congelamentos de ativos no futuro.

### 3. A Dinâmica de Inflação

O Diagrama abaixo ajuda a analisar o dilema da política econômica após o Plano. O Diagrama traça as trajetórias no tempo (meses) de  $\ln P_t$  e de  $\ln M_t$ , onde  $M$  deve ser interpretada no conceito amplo de ativos financeiros. A economia vinha funcionando com uma taxa mensal de expansão de  $P_t$  e de  $M_t$  da ordem de 80%, representada pelas duas linhas até o ponto  $t_0$  (15 de março). Na data  $t_0$ , o Governo realizou o confisco, reduzindo  $M$  como proporção do PIB de 30% para 9% (jogando a linha  $M_t$  do ponto A para o ponto B). O nível de preços parou de crescer, mantendo-se aproximadamente constante ao nível  $P_{t_0}$ . A partir de 15 de março, a expansão monetária retomou um ritmo estimado em 29% ao mês.



Suponha que, na situação pós-Plano, o setor privado deseje manter em seu *portfolio* apenas o equivalente a 15% do PIB de ativos financeiros, e não mais 30% como antes. Ao cabo de dois meses (final de maio de 1990), essa remonetização terá sido completada, dados o ritmo da expansão monetária e o fato de que o PIB deve cair no período. Em termos da equação (2), isso significa que, durante dois meses, o Governo poderá financiar o déficit  $d$  sem impacto inflacionário ( $\pi = 0$ ), pois  $m = d > 0$ .

A partir de  $t_1$  (junho de 1990), retornamos ao modelo primitivo de financiamento inflacionário. Se o déficit primário mantiver-se positivo e elevado, a expansão monetária conseqüente será traduzida imediatamente por inflação. Entretanto, ao contrário do que o modelo tradicional ensina, as coisas agora tornam-se bem mais difíceis, em face do confisco realizado em  $t_0$ . A percepção pelo público de que o financiamento inflacionário voltou, poderá levar a antecipações de novos confiscos/congelamentos de ativos financeiros, gerando uma corrida para os ativos reais e precipitando uma hiperinflação.

O Plano Collor, ao optar pelo confisco como seu ponto de sustentação, partiu para uma política de *tudo ou nada*, renunciando à capacidade de regulação fina da economia. Ou estabiliza a oferta monetária após o período inicial de remonetização, o que exige um déficit primário nulo, ou mesmo um superávit primário compatível com a carga dos juros diferidos sobre a dívida pública; ou caminha rapidamente para uma hiperinflação. O Diagrama, portanto, só apresenta duas trajetórias a partir de  $t_1$ . Na trajetória I, a taxa de expansão monetária mantém-se num nível suficientemente baixo para convencer os agentes privados a manterem parte de seu *portfolio* em ativos financeiros. A taxa de inflação mantém-se mais ou menos proporcional à taxa de expansão monetária. Na trajetória II, a taxa de expansão monetária ultrapassa o limiar considerado seguro pelo setor privado, detonando um processo hiperinflacionário.

A contrapartida desse argumento, para o nível de atividade e emprego na economia, é clara: não há como o Governo fazer política anticíclica. A consistência da política macroeconômica não permite que o nível de emprego seja um objetivo de política. O único objetivo passa a ser o tamanho do déficit primário. Portanto, é possível que uma estabilização duradoura da economia (uma trajetória como I no Diagrama) exija um período recessivo longo e profundo.

#### 4. Conclusões

Em virtude de seu erro de diagnóstico e de sua concepção equivocada, o Plano Collor não tem *graus de liberdade* de política econômica. Só há um caminho a seguir para evitar uma hiperinflação no futuro: uma reforma fiscal que gere um superávit primário nulo ou, de preferência, positivo ao longo dos próximos anos. O nível de atividade econômica será aquele que o objetivo de estabilização permitir, o que significa renunciar a uma política anticíclica e aceitar qualquer nível e duração de recessão que a economia produzir. Uma mudança auxiliar importante nesse contexto seria a criação de um banco central independente, que emprestasse, pelo menos a nível legal, maior credibilidade à moeda no futuro.

As experiências de estabilização na América Latina, nos últimos 10 anos, têm mostrado que somente os programas que iniciaram com uma reforma fiscal conseguiram se manter (Bolívia e México). Todos os demais, que prometeram a reforma fiscal após a reforma monetária e/ou o congelamento de preços, fracassaram, gerando situações piores do que aquela que pretendiam combater. O exemplo brasileiro dos últimos cinco anos confirma essa regularidade histórica. Embora ainda seja prematura uma avaliação final de resultados do Plano Collor, a evidência histórica é largamente desfavorável.