

## AS INCERTEZAS DO PLANO COLLOR

Luiz Carlos Bresser-Pereira

*Revista Brasileira de Economia* 45(especial),  
janeiro 1991: 83-96.

Depois de sessenta 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 por cento, 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 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 de 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 avaliação geral do plano. Na segunda, examino a lógica do plano, mostrando porque 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. 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 em uma incompatibilidade distributiva. Na

sétima seção falo no descongelamento, na inflação de abril de 3,29 por cento, 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 que para eliminar a hiperinflação, que já alcançara 80 por cento 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 de uma economia desaquecida é mais fácil do que de 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 em 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, 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.

---

<sup>1</sup> Greg e Paul Davidson observam que “promover desemprego para combater a inflação é violar valores civilizados básicos” (1988: 2). O grande desafio da teoria e da política econômica é lograr estabilização com o menor custo de transição para a estabilidade possível.

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 por cento 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 pré-fixadas. Só é possível controlar uma inflação com um forte componente inercial, como é o caso da inflação brasileira, através do estabelecimento de metas declinantes de inflação futura (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 por cento). Para inflações altas ou para uma hiperinflação (em março os índices de preço alcançaram mais de 80 por cento 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 Leviatan, 1988). 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 provocada 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 por cento, quando a desvalorização que geralmente se estimava necessária para devolver realismo à taxa cambial era maior.

A controversa real está na reforma monetária. A retenção de cerca de 70 por cento dos ativos financeiros na forma de cruzados,<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.

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 investimento suas poupanças, inviabilizando a estabilização. Na verdade, se esta foi a principal motivação atrás da reforma monetária, essa medida poderia ser tomada num

---

<sup>2</sup> A retenção foi em torno de 70 por cento, embora, no caso dos depósitos no overnight a retenção fosse de 80 por cento porque se estabeleceu 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 em cruzeiros.

segundo momento, caso os agentes econômicos, depois do plano de estabilização, de fato começassem 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 foi 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 se o governo tivesse condições de fazer com a rapidez necessária um ajuste fiscal de 7 a 8 por cento do PIB. Neste caso, seria possível iniciar o plano apenas com esse ajuste e com o congelamento, e só eventualmente completá-lo com o ajuste patrimonial quando e se os agentes econômicos de fato começassem a pressionar a demanda com sua liquidez.

Um ajuste 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 decidir-se 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 por cento do PIB e uma economia de uma única vez de 4 por cento.

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 êxito do plano que esse ajuste fiscal, com redução de despesas e aumento 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, (1) 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, (2) a médio prazo, do sucesso do descongelamento que está diretamente relacionado com o equilíbrio dos preços relativos, e (3) 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 levar a economia a uma recessão alta demais e ao fracasso do plano.

O Plano Collor congelou cerca de 70 por cento dos ativos financeiros na forma de novos cruzados e deixou na forma de cruzeiros cerca de 1,3 trilhões de

cruzeiros (ou 30 bilhões de dólares à taxa de câmbio de 16 de março de 42,30 cruzeiros por dólar) que correspondem a 9 por cento do PIB (de 365 bilhões de dólares). A decisão de deixar esse volume de cruzeiros na economia, ao que tudo indica, foi 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 pela somatória de dinheiro em poder do público e depósitos à vista - M1) a aumentar para 8 cento e, no final do ano, para 10 por cento do PIB, os autores do Plano Collor entenderam que os 9 por cento 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 reciclar os cruzeiros, 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 por cento 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 por cento do PIB. A demanda de moeda adequada, se os demais ativos financeiros estivessem aplicados principalmente em ativos de médio e longo prazo, como acontece nos países centrais, seria, pelo menos, de cerca de 14 por cento do PIB e não 9. Estes 14 por cento são o que temos de M1, no mínimo, nos países capitalistas com moeda estável. Nos Estados Unidos essa porcentagem sobe a 17 por cento, no Japão a 30. No Brasil, no início dos anos 70, quando a inflação era de cerca de 20 por cento ao ano, M1 representava 17 por cento do PIB.

Em segundo lugar, não é correto que o Plano Collor deixou uma oferta ou uma quantidade de moeda, M1, de 9 por cento 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 por cento ao mês), os agentes econômicos continuaram com seu hábito de aplicar seu dinheiro até a uma da tarde para tê-lo automaticamente de volta em sua conta corrente no dia seguinte corrigido pela remuneração do dia. Em conseqüência, 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 por cento do PIB de cruzeiros que ficaram na economia, 3 por cento ficaram em M1, cerca de 4 ou 5 por cento ficaram como quase-moeda, totalizando uma oferta de moeda de 7 a 8 por cento do PIB, e 1 ou 2 por cento 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 por cento do PIB enquanto a oferta de moeda, na qual estamos incluindo uma parte dos depósitos no over, reduzira-se para apenas 7 ou 8 por cento do PIB.

A liquidez da economia é dada pela clássica equação de trocas, que afirma que a quantidade de moeda, M (ou, mais precisamente, M1) multiplicada pela sua velocidade-renda de circulação, V, é igual à renda real, Y, multiplicada pelo índice de preços, p.

$$MV = Yp$$

Nesta equação M corresponde à oferta de moeda e  $Yp/V$ , à demanda de moeda ou à renda nominal dividida pela velocidade-renda da moeda. A liquidez será “folgada” ou “apertada” conforme, respectivamente,  $Yp/V$ , 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 20 bilhões de dólares na economia na forma de cruzeiros. Essa injeção foi realizada através de diversas formas de transformação de cruzados em cruzeiros e da conversão em cruzeiros dos dólares que os exportadores tinham depositado 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 um 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, M4, que era de 30 passou para 50 bilhões de cruzeiros, correspondendo a 14 por cento 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 havia se produzido uma inversão da situação inicial: agora tínhamos excesso de oferta de moeda, excesso de liquidez e, em conseqüência, estávamos ameaçados de excesso de demanda.

---

<sup>3</sup> 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 em cruzeiros.

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

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 continua 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 por porque a oferta de moeda aumentou significativamente (na verdade aumentou 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, M4, estimada em 50 bilhões de dólares, corresponde a 14 por cento do PIB. Desse total, cerca 9 bilhões foram transformados em poupança<sup>5</sup> e 26 bilhões de dólares depósitos no overnight e depósitos a prazo nos bancos. Em consequência, temos um M1 de apenas 15 bilhões de dólares, correspondentes a 4 por cento 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 por cento do PIB. É um número intermediário qualquer. É 14 por cento, 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 por cento. Houve um aumento na oferta de moeda, mas esta continua reduzida. Antes do Plano Collor, M1 era muito pequeno (cerca de 2 por cento do PIB), mas havia apenas no over, em LFTs, 13 por cento do PIB, e o total de M4, quase todo ele altamente líquido, moeda potencial portanto, era de 28 por cento do PIB. A oferta efetiva de moeda, incluída a quase-moeda na prática usada como moeda, devia estar entre 14 e 16 por cento do PIB. Esta oferta de moeda reduziu-se para pouco cerca de dois terços sessenta 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 por cento 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,

---

<sup>5</sup> No dia 15 de março foram deixados em cruzeiros nas contas de poupança 4 por cento do PIB. Nos sessenta dias seguintes 36 por cento desse valor foram sacados, restando 2,5 por cento do PIB nas contas de poupança.

<sup>6</sup> 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 por cento. De acordo com

que não é uma quantidade mas uma relação entre demanda e oferta de moeda, tornou-se “elevada”, “frouxa”, embora a oferta de moeda estivesse efetivamente reduzida.<sup>7</sup>

#### 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 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 *deutchmarks* uma porcentagem de seus *reichmarks* (porcentagem que acabou sendo de apenas cerca de 6 por cento) puderam também transformar em *deutchmarks* 60 *reichmarks* por empregado (os mesmos 60 *reichmarks* que cada pessoa física tinha o direito de, no mínimo, transformar em *deutchmarks*). Com isso a distribuição da liquidez ficou muito mais equilibrada entre as empresas (Dall'Acqua, 1989).

O mercado tendeu a fazer essa reciclagem diretamente, através da criação de um mercado secundário para os cruzados. O Banco Central, entretanto, proibiu a formação desse mercado, ao proibir a livre transferência de titularidade dos cruzados. A formação de um mercado secundário facilitaria o reequilíbrio das posições de caixa das empresas, já que havia empresas interessada em comprar cruzados com algum deságio para pagar seus débitos anteriores ao dia 16 de março. Dada essa demanda o deságio dos cruzados 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. · primeira vista, o aumento da liquidez proporcionado pela autorização da existência de um mercado secundário para os cruzados 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

---

uma pesquisa da empresa de consultoria Hay, 70 por cento das maiores empresas nacionais e multinacionais pretendem demitir pessoal se não houver uma mudança no quadro econômico (Gazeta Mercantil, 4.5.90).

<sup>7</sup> 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) líamos que o Ministério da Economia, “para segurar a liquidez da economia”, baixou 12 portarias suspendendo a conversão de cruzados 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”.

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 pelo simples fato de que não possuíam mais cruzados para fazer o pagamento. Ora, toda vez que uma empresa pagou em cruzeiros uma dívida que poderia ter sido paga em cruzados, 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 por cento da dívida pública anterior (cerca de 63 bilhões de dólares, considerada uma dívida pública total inclusive as dívidas das empresas estatais de 90 bilhões de dólares), mas também das demais dívidas privadas ou semi-privadas existentes no sistema financeiros (poupança, depósitos a prazo e depósitos à vista), de forma que, no total, foram retidos e transformaram-se em dívida pública cerca de 110 bilhões de dólares. A diferença entre estes dois valores (47 bilhões de dólares) tem como contrapartida um débito correspondente dos bancos para com o Banco Central. Se, por exemplo, um agente econômico tinha um depósito à vista em um banco de 100, 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 dos mesmos 80 junto ao banco onde estava o depósito. Esse débito do banco pode ser pago em cruzados, desde que o devedor o tenha feito também dessa forma. Entretanto, se o débito foi pago em cruzeiros (porque o devedor não tinha cruzados para pagar e não pode ir ao mercado secundário comprar cruzados) o banco é também obrigado a pagar em cruzeiros ao Banco Central, reduzindo-se, dessa forma a oferta de moeda correspondentemente.<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

---

<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 em 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 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.

<sup>9</sup> A produção industrial brasileira, segundo dados do IBGE, caiu 5,8 por cento 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.

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

A inflação de março pouco tem a ver com os 84,32 por cento medidos pelo IPC de março. Estes 84,32 por cento 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 por cento para a inflação de março de ponta a ponta, além de basear-se em levantamentos objetivos, é compatível com o INPC de março, que foi de 82,18 por cento.<sup>10</sup> É compatível também com o resíduo inflacionário de 44,8 por cento verificado no IPC de abril. Finalmente essa estimativa de 40 por cento para março coincide com os 41 por cento de correção da BTN em março, revelando que o governo fez o mesmo cálculo.

O aumento de 72,28 por cento 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 por cento. Dada a decisão de conceder os 72,28 por cento 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 por cento.

## 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

---

<sup>10</sup> Se supusermos que o INPC (calculado comparando-se os preços de 1 a 31 de março com os preços de 1o. 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 por cento do INPC de março podemos admitir que tivemos uma inflação de 30 por cento e na segunda quinzena de fevereiro e uma inflação de 40 por cento ( $1,3 \times 1,4 = 1,82$ ) na primeira quinzena de março. Na segunda semana de março não houve inflação.

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 (1990), teria se definido 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 ocorrendo o oposto.

Na verdade podemos interpretar de duas maneiras esse aumento de salários de 23 por cento: ou foi uma simples reposição de perdas ocorridas anteriormente ou foi um aumento líquido. No primeiro caso os 23 por cento 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.

Ao que parece foi isto que ocorreu. É certo que o índice de salário médio real da FIESP chegou a aumentar 12 por cento 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 por cento. 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 por cento 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.

---

<sup>11</sup> Segundo cálculos realizados por Antônio Salazar Brandão e Clóvis de Faro (1990) esta perda teórica decorrente da simples aplicação da lei salarial a uma inflação que se acelerava todos os meses teria sido de 66 por cento entre abril de 1989 e abril de 1990.

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

<sup>13</sup> Para que houvesse uma compensação plena o aumento em março deveria ter sido de 29,2 por cento (22,6/;77,4).

## **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 por cento 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 por cento transformou o otimismo em pessimismo.

Na verdade uma inflação de 3,29 por cento 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 quinze dias quando o governo, que já tinha informações que a inflação de abril estaria em torno de 3 por cento, decidiu manter a taxa de juros no over em 6,99 por cento. 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 por cento, 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 por cento ao mês.

## **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 por cento 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 excessivamente 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 - o ajuste fiscal - ainda está por ser completado. Entre as medidas essenciais para se lograr o ajuste fiscal necessário está o problema da redução da dívida externa. Uma redução de 60 por cento na dívida externa pública de longo prazo, excluída a dívida para com as agências multilaterais, permitiria uma economia fiscal de 1,5 por cento 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, “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” (1990: 13).

O autoritarismo do governo poderá custar caro o 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 por cento do IPC de março e aos 44,8 por cento do IPC de abril”. Falam, portanto, em um aumento de 165 por cento ( $1,84 \times 1,44$ ), 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 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 chegar a um razoável acordo político e social. Caso contrário a espiral salário-preço, que está na base da aceleração da inflação no Brasil (Nakano, 1989), poderá voltar.

Os problemas não resolvidos do Plano Collor são, portanto, (1) uma redução da oferta de moeda que está levando a economia a uma recessão maior do que a esperada, (2) um ajuste fiscal ainda insuficiente, (3) uma redução da dívida externa ainda não definida, (4) um descongelamento que poderá não ser tranquilo devido aos desequilíbrios intertemporais de preços existentes entre as empresas no dia do congelamento, e (5) 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.

---

<sup>14</sup> 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 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.

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 poderá se 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 retidos, o dinheiro voltará para o governo através da colocação de títulos do tesouro.

## REFERÊNCIAS

- Bresser-Pereira, Luiz Carlos (1990) “Da inflação à hiperinflação: uma abordagem estruturalista”. In Rego, J. M., org. (1990).
- Bresser-Pereira, Sylvio (1990) “O erro básico do Plano”. *Folha de S. Paulo*, 4 de abril 1990.
- Dall'Aqua, Fernando (1989) “Reforma monetária da Alemanha em 1948”. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, vol.19, no.2, agosto 1989.
- Davidson, G. e Davidson, P. (1988) *Economics for a Civilized Society*. Londres: Macmillan.
- Faro, C. e Brandão, A. S. (1990) “Os salários do Plano Collor”. *Folha de S. Paulo*, 2 de maio 1990.
- Kiguel, M. A. e Leviatan, N. (1988) “Inflationary rigidities and orthodox stabilization policies: Lessons from Latin America”. *The World Bank Economic Review*, vol.2, no.3, setembro 1988.
- Nakano, Yoshiaki (1989) “Da Inércia Inflacionária à Hiperinflação”. Em Rego, J.M., org. (1989).
- Rego, J. M., org. (1989) *A Aceleração Recente da Inflação*. São Paulo: Editora Bial.
- Rego, J. M., org. (1990) *Inflação e Hiperinflação*. São Paulo: Editora Bial.
- Vianna, Luiz Werneck (1990) “O ovo da serpente e o omelete de Indiana Jones”. Instituto Universitário de Pesquisas do Rio de Janeiro: *Grupo de Conjuntura* no.26, março 1990.