

As Fragilidades do Plano Collor de Estabilização

Yoshiaki Nakano

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

Na primeira quinzena de março, o País havia entrado para o regime de hiperinflação. As características comuns presentes em outras experiências históricas de hiperinflação já se manifestavam claramente no Brasil: na sua origem, choques externos que haviam imposto constrangimento físico à economia, obrigando a uma transferência de recursos reais para o exterior, que acabou por gerar desequilíbrio interno dos agregados macroeconômicos e uma inconsistência distributiva; fragilidade do sistema político, com a conseqüente crise do Estado incapaz de promover as mudanças e implantar uma política econômica racional; déficit e dívida pública crescente com conseqüente descontrole monetário e crise cambial. Como conseqüência final desse processo, a moeda nacional havia sido praticamente destruída e a confiança nos títulos públicos era tal que a pressão no mercado de ouro e de dólar chegou a levar o ágio do dólar no mercado paralelo a ultrapassar 150%. Assistimos também, no final do mês de fevereiro, a uma verdadeira corrida financeira (do *overnight* para a caderneta de poupança), que chegou a movimentar, num único dia, US\$ 5 bilhões, e, na véspera do Plano Collor, novos saques massivos do *overnight* para converter em depósitos à vista.

No início de março, apesar de a taxa de inflação ter atingido o patamar de 84,3%, alguns traços trágicos da hiperinflação, tais como a completa desorganização das transações econômicas, o desaparecimento do crédito comercial, as quedas brutais e bruscas no salário real e a fuga alucinada da moeda nacional, não haviam ainda se manifestado na sua plenitude.

Havia, também, um consenso sobre a necessidade urgente de que medidas duras e incondicionais de ataque à hiperinflação fossem tomadas pelo novo Governo.

1. Requisitos de um Programa de Estabilização

O estudo das experiências de estabilização permite apreender algumas lições importantes. Quando uma inflação crônica atinge patamares muito elevados, os programas gradualistas se tornam inoperantes e somente medidas duras de choque, com mudanças dos regimes fiscal e monetário, são capazes de quebrar a sua *rigidez* (L. Yeager(6), R. Dornbush e Fisher(5)). No caso brasileiro, além da inflação, por ser crônica, estar profundamente enraizada nas instituições e no comportamento econômico, a *rigidez* inflacionária era agravada pelo caráter oligopolizado da indústria nacional e pelo rígido controle não-tarifário das importações.

A experiência mostra, também, que em regimes democráticos, se o custo social da transição para um regime de estabilidade for muito elevado, o programa de estabilização pode enfrentar tais resistências, que o tornam inviável. Desta forma, estabeleceu-se uma *nova ortodoxia* com amplo consenso de que as medidas fiscais-monetárias devem ser acompanhadas de uma política de rendas (Blejer e Liviatan(4), Blejer(3) e M. Bruno(1)). Assim, um programa de estabilização para enfrentar, de forma definitiva, um estado hiperinflacionário, como o que vivíamos antes do dia 16 de março de 1990, deve envolver pelo menos três componentes básicos:

a) a extinção do financiamento inflacionário do Governo, com forte ajuste fiscal, implantando mudanças institucionais para criar um novo regime de disciplinas orçamentária e monetária capaz de reestabelecer a credibilidade do Estado. Só assim podemos estancar as contínuas expansões monetária e da dívida interna, que tornam endógena e automática a expansão da demanda e da renda nominal;

b) parada sincronizada dos valores-chave nominais da economia (preços, salários, câmbio, contratos etc.), num novo estado de equilíbrio estável, desmontando a espiral preço-câmbio-salário, principalmente o mecanismo inflacionário de negociação salarial vigente no País há alguns anos;

c) utilização efetiva da taxa de câmbio e da política de comércio exterior, como instrumentos de política antiinflacionária, com a liberalização da economia, para coibir o poder de monopólio da indústria brasileira e evitar que mudanças no nível de preços (recomposição de preços relativos) ou no salário nominal se transformem numa espiral inflacionária.

A consistência entre os três conjuntos de medidas é fator vital para o sucesso de um programa antiinflacionário. O primeiro conjunto de medidas deve, em última análise, estancar o crescimento da renda nominal, num *timing* correto e de forma sincronizada, com a parada dos preços, salários e câmbio. Para sustentar e garantir a estabilidade com custo social tolerável, além das políticas fiscal e monetária, a utilização de âncoras adicionais é vital, particularmente o vetor internacional de preços e a taxa de câmbio.

Quando as práticas inflacionárias estão tão profundamente arraigadas no comportamento de todos os agentes econômicos, a sua eliminação envolve um processo mais abrangente, longo e doloroso do que um simples choque fiscal-monetário e uma política de rendas. O estudo dos programas de estabilização monetária bem-sucedidos permite concluir que a economia precisa passar por uma verdadeira reforma econômica. O programa de estabilização, propriamente dito, passa por três fases distintas e com duração variada:

a) a primeira fase, em que a espiral hiperinflacionária é rompida através de medidas de choque, que podem durar até três meses;

b) a segunda fase, de transição para a estabilidade, em que ajustes no programa e medidas adicionais são tomados para sustentar a estabilidade conseguida na primeira fase, que dura normalmente mais do que um ano;

c) a terceira fase, de institucionalização da estabilidade, em que o comportamento dos agentes econômicos é definitivamente modificado e novas instituições fiscais e monetárias são cristalizadas.

Temos assim delineados os parâmetros que julgamos necessários para o combate à inflação, num contexto cujo objetivo maior é efetuar a transição para a estabilidade do sistema. E deve ficar clara, também, a nossa discordância em calcar o esforço de estabilização num bloqueio de ativos financeiros. O ajuste e a mudança de regime fiscal são pré-requisitos para se passar da primeira para a segunda fase, sem o que a inflação acaba retornando com toda sua violência. O sucesso na segunda fase, por sua vez, exige a introdução de poderosas âncoras, como o vetor internacional de preços e a taxa de câmbio, ao lado da demonstragem do sistema inflacionário de negociação salarial. Desta forma, o Plano Collor é insuficiente e tem apresentado fragilidades já na sua concepção. Assim sendo, mesmo que o novo programa de estabilização tenha tido sucesso na sua primeira fase e tenha rompido a espiral hiperinflacionária e conseguido uma estabilidade de preços, é preciso desenvolver mecanismos que garantam que esta queda na taxa de inflação seja definitiva e duradoura. Os planos Cruzado, Bresser e Verão conseguiram derrubar a inflação por alguns meses, mas em seguida ela voltou com violência crescente. A avaliação do Plano Collor tem que ser feita nesta perspectiva: quais os mecanismos de sustentação da estabilidade; são eles poderosos; e que reformas foram feitas para institucionalizar a estabilidade?

Dada a importância dessas questões, acreditamos que um julgamento objetivo do novo Plano, bem como suas possibilidades de sucesso, envolve a proposição de respostas a tais indagações, com o intuito de esclarecer os novos rumos da economia brasileira. Para tanto, faremos a seguir uma análise da pertinência, do impacto das principais medidas e da postura assimétrica adotada pelo Governo, agindo com inérita violência, bloqueando os ativos financeiros ao mesmo tempo em que os ajustes e as reformas necessários para a transição e para a estabilidade caracterizam incipiência e timidez.

2. Principais Medidas

O Plano Collor é representativo da *nova ortodoxia* que se estabeleceu a partir de diversas experiências bem-sucedidas de estabilização (Israel, México e Bolívia) e fracassa-

das (Argentina, Brasil, Peru etc.). Combina medidas fiscais e monetárias com medidas heterodoxas de política de rendas, através do congelamento de preços, da desindexação do salário e da posterior prefixação de preços e salários. Entretanto, veremos neste artigo que o Plano Collor coloca total ênfase no controle da liquidez, como instrumento de controle da inflação, abrindo mão da taxa de câmbio, do vetor internacional de preços e do pacto social, como âncoras e instrumentos fundamentais para transição e para estabilidade. As mudanças dos regimes fiscal e monetário, fundamentais para garantir credibilidade à nova moeda, também não ocorreram.

Com um estrito controle sobre os agregados monetários, juntamente com a paralisação dos aumentos de preços através de congelamento, pretende-se interromper a inflação. A reforma monetária daria condições para o Banco Central *congelar* a demanda agregada nominal em sincronia com o *congelamento* de preços. Resta saber se o Banco Central vai ter condições e instrumentos para manter este estrito controle e se esta âncora será suficiente para sustentar a estabilidade de preços de forma permanente.

As principais medidas anunciadas no dia 16 de março foram as seguintes:

a) reformas administrativa e fiscal com meta de ajuste fiscal de 10% do PIB, o que permitiria eliminar o déficit, previsto para este ano, de 8% do PIB e gerar um superávit fiscal de 2% do PIB;

b) reforma monetária, que reduziu de forma dramática a liquidez da economia, bloqueando cerca de metade dos depósitos à vista, cerca de 80% das aplicações de *overnight* e fundos de curto prazo e cerca de um terço dos depósitos de caderneta de poupança (acima de Cr\$ 50.000,00);

c) congelamento de preços, desindexação dos salários da inflação passada, definição de uma nova regra de prefixação de preços e salários;

d) mudança do regime da taxa de câmbio para flutuante;

e) mudanças na política comercial, dando início ao processo de liberalização do comércio exterior.

A natureza do ajuste fiscal é semelhante àquela proposta no final de 1987, com a suspensão dos subsídios, dos incentivos e das isenções, aumento de IPI, ampliação da base de tributação, incorporando o lucro da agricultura e do setor exportador e os ganhos de capital nas bolsas, tributação das grandes fortunas, IOF extraordinário sobre estoque de ativos financeiros e o fim do anonimato fiscal. A política de rendas é semelhante à adotada nos planos anteriores e envolve congelamento, posterior controle rígido e prefixação dos tetos de reajustes de preços e salários a partir de 1º de maio. Não houve maxidesvalorização, mas a taxa de câmbio será flutuante. As tarifas públicas sofreram reajustes. O sistema de indexação de ativos financeiros e de contratos é mantido.

3. O Choque Monetário

A medida inovadora, que dá toda a tônica ao Plano Collor, foi o choque monetário provocado pela reforma monetária, que impôs confiscos sobre a dívida pública, e pelo

bloqueio de 70% do estoque de ativos financeiros existentes na economia brasileira. Sem dúvida, com este violento choque monetário corrigiu-se um dos problemas enfrentados pelas tentativas recentes e fracassadas de estabilização (Cruzado, Bresser e Verão). Nestes programas, devido à ilusão monetária, a queda inicial na taxa de inflação levou os agentes econômicos a sacarem os ativos financeiros desviando para consumo e especulação com outros ativos reais. Além disso, a liquidez dos ativos financeiros tornava impossível ao Banco Central fazer uma política monetária mais ativa.

Com enorme audácia, o Plano Collor, através de uma reforma monetária, promoveu um fantástico enxugamento de liquidez, reduzindo de um dia para outro os meios de pagamentos, no conceito ampliado *M4* (papel moeda + depósitos à vista + títulos públicos em poder do setor privado + depósitos em caderneta de poupança + depósitos a prazo + letras de câmbio), de Cr\$ 4,555 trilhões (cerca de 30% do PIB) para Cr\$ 1,376 trilhão (cerca de 9% do PIB), saldo no final do mês de março. Este choque monetário tomou toda a sociedade de surpresa, deixando-a perplexa e provocando efeitos fulminantes sobre as expectativas inflacionárias.

Toda lógica do Plano Collor de estabilização está assentada no violento arrocho monetário como a arma antiinflacionária. O desenho da reforma monetária no Plano Collor parece calcado excessivamente nos programas deflacionários implementados por diversos países no período do pós-guerra, em que se pretendia reestabelecer os níveis de preços e a taxa de câmbio praticados antes da guerra. Nestes casos, havia claramente um excesso de moeda emitido durante a guerra diante uma forte redução do lado da oferta. A situação brasileira era totalmente diversa. Aqui havia um excesso potencial de liquidez, devido à liquidez dos títulos públicos, e um desenho institucional anômalo do sistema monetário, em que o Banco Central garante automaticamente a monetização dos títulos públicos.

Visto de outro ângulo, praticou-se uma moratória da dívida pública interna com medidas desencadeadas a partir do dia 14 de março de 1990. O estoque da dívida pública foi reduzido substancialmente, através de diferentes formas de confisco, e, compulsoriamente, o seu prazo de vencimento foi esticado para 30 meses. Esta dilatação do prazo corresponde a um empréstimo compulsório, que será devolvido com correção monetária e juros de 6% ao ano a partir de 16 de setembro de 1991. Estes cruzados novos bloqueados puderam ser utilizados para pagar dívidas contraídas antes do dia 16 de março de 1990 e para pagamentos de impostos até o dia 18 de maio de 1990. A injeção adicional de cruzeiros poderá ocorrer através de leilões de conversão de cruzados novos bloqueados por cruzeiros.

É importante lembrar que não houve uma reestruturação da dívida pública, e, a partir de 16 de setembro de 1991, os cruzados novos, bloqueados no Banco Central, serão convertidos automaticamente em depósitos à vista, em cruzeiros, à disposição do público.

O confisco parcial da dívida pública foi feito através de:

- a) três dias de feriado bancário, o que corresponde a uma perda de quase 9% do estoque de recursos aplicados no *overnight* e nos fundos de curto prazo, isto é, cerca de US\$ 6 bilhões;
- b) IOF sobre o estoque de ativos retidos no Banco Central e ouro variando de 8 a 35%;
- c) deságio, feito pelo mercado, na cotação de cruzados novos retidos no Banco Central;
- d) defasagem da taxa de juros (variação da BTN mais 6% a.a.), fixada para os ativos retidos no Banco Central em cruzados novos, em comparação com a taxa de mercado.

Uma consequência imediata destas medidas é que a contração do estoque de M_4 para menos de um terço, de partida, deu ao Banco Central o poder de controlar o aumento de seu fluxo, a oferta monetária. Nos últimos anos, não só o Banco Central não tinha controle sobre os agregados monetários, como a política macroeconômica ficava praticamente à mercê do comportamento do mercado financeiro, diante da necessidade de financiar o déficit público e rolar a dívida pública. Agora inverteram-se as posições; o Governo não vai mais, por algum tempo, precisar colocar títulos no mercado, se o ajuste fiscal for adequado, e as instituições financeiras e o público, ao invés de quererem se desfazer da moeda nacional, passaram a demandar do Banco Central os cruzeiros, que se tornaram a moeda escassa. Mas, como vamos mostrar a seguir, este controle foi efêmero, e não significa que o Banco Central tenha reconquistado o poder de fazer política monetária.

4. Contração de Liquidez e Recessão

O choque monetário foi eficaz para quebrar a espiral hiperinflacionária. Resta saber quais os seus efeitos e se a contração de liquidez se sustentará por um prolongado período, necessário para a estabilização final dos preços.

As dificuldades de avaliação do impacto monetário têm início na impossibilidade de definir, com rigor, o que é realmente moeda no Brasil. Todos sabemos que o M_1 , conceito tradicional de meio de pagamento, englobando papel-moeda em poder do público e depósitos à vista, é excessivamente restrito, e que grande parcela dos títulos públicos e dos demais ativos financeiros em circulação tinham, e continuam tendo, liquidez instantânea, e, por isso, devem ser incorporados no conceito de meio de pagamento. Esta situação foi criada, de um lado, devido à inflação crônica e em aceleração que levou o público a reter cada vez menos papel-moeda e depósitos à vista, e, de outro, o déficit público crônico que obrigou o Governo a emitir títulos da dívida cada vez mais líquidos.

O M_1 , que no início da década de 70, quando a taxa de inflação oscilava em torno de 20% a.a., representava 15% do PIB, vinha ao longo dos anos reduzindo-se de tal forma que representava apenas 2% do PIB na véspera do Plano Collor. Na medida em que M_1 se reduzia em termos reais, aumentava a liquidez e o volume de títulos públicos em poder do público, que passou, crescentemente, a ser financiado diariamente no *overnight*. Com isso, transformou-se na moeda indexada e remunerada. É por isso que os indicadores de liquidez deviam ser o M_2 (papel-moeda + depósitos à vista + títulos mobiliários do Governo em poder do público) e o M_4 (M_2 + depósitos à prazo + depósitos de poupança) e não o M_1 .

Devido à impossibilidade de definir a parcela dos ativos financeiros, que era efetivamente utilizada como meio de pagamento, a reforma monetária foi feita sem um dimensionamento adequado do montante de novos ativos financeiros expressos em nova moeda injetado na economia. Nem definiu a sua composição. Além disso, como a distribuição dos cruzeiros na economia também foi feita através de um critério puramente aritmético, os efeitos da reforma monetária foram traumáticos num primeiro momento. Simplesmente obrigou uma economia, que operava utilizando ativos financeiros líquidos de Cr\$ 4,6 trilhões, a se adaptar instantaneamente e a operar com Cr\$ 1,4 trilhão.

142 / AS FRAGILIDADES DO PLANO COLLOR DE ESTABILIZAÇÃO

Para se ter uma idéia mais objetiva do impacto desta contração monetária, podemos fazer um pequeno exercício: o PIB nominal, ou a renda agregada nominal ($P * y$), é idêntico ao volume de meios de pagamentos multiplicado pela sua velocidade de circulação ($M * V$); a cada conceito de meio de pagamento deve corresponder uma velocidade de circulação:

$$M_4 * V_4 = P * y$$

onde M_4 representa o conceito expandido de meio de pagamento; V_4 , a velocidade de circulação; P , o nível de preços; e y , o produto ou renda real. A reforma monetária do Plano Collor retirou de circulação, instantaneamente, no dia 16 de março, ativos financeiros líquidos da ordem de Cr\$ 3,2 trilhões, fazendo com que o M_4 de 30% do PIB caísse para 9% do PIB. A velocidade-renda da moeda V_4 , no passado, permaneceu, relativamente, estável, ao contrário de V_1 e V_2 , e tem oscilado em torno de 3,5 a 3,8% nos últimos anos. Desta forma, se a velocidade de circulação se mantivesse constante, a contração provocada pela reforma monetária no M_4 , implicaria uma retração da renda nominal de cerca de 70%; isto significa que, de uma hora para outra, o PIB nominal do País teria se contraído para cerca de um terço. Lógico que isto não aconteceu, pois a sociedade reagiu, desenvolvendo novos instrumentos e contornando problemas de liquidez. A sondagem conjuntural, feita pela FIESP, entre 18 e 20 de abril, junto a 755 empresas industriais paulistas, revela o impacto inicial brutal provocado sobre a atividade produtiva. Nas duas semanas subsequentes ao Plano Collor, as vendas intra-indústria sofreram uma queda média de 74,56% e as da indústria para o comércio, de 67,79%.

Quadro 1
Nível de Atividade na Indústria Paulista

VENDAS	2ª quinzena março		1ª quinzena abril		18-20/abril Pedidos em Carteira	Próx. 30 dias	
	Indústria	Comércio	Indústria	Comércio		Indústria	Comércio
Estáveis ou aumentaram	3,80%	7,87%	6,89%	15,78%	13,29%	17,52%	27,36%
Queda de:							
0% a 50%	11,96%	17,44%	15,61%	25,36%	17,34%	28,14%	35,84%
51% a 70%	12,86%	13,42%	14,16%	17,06%	13,01%	20,68%	17,46%
mais de 70%	71,38%	61,27%	63,34%	41,80%	56,36%	33,66%	19,34%
TOTAL DE EMPRESAS	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
QUEDA MÉDIA(1)	74,56%	67,79%	68,05%	53,53%	62,43%	49,20%	35,98%

Fonte: Sondagem Conjuntural — Plano Collor.

DECAD/FIESP.

(1) Calculada na hipótese de acréscimo de 10% nas vendas/pedidos para o subgrupo de empresas, com expectativa de aumento de vendas em decorrência do Plano Collor.

A conseqüência mais grave e dramática do choque monetário decorreu do fato de grande parte dos ativos financeiros representar capital de giro das empresas. Com o súbito seqüestro de seu capital de giro, as empresas imediatamente tiveram que paralisar as suas transações econômicas. Na realidade, a violenta contração do lado esquerdo da equação anterior teve correspondente redução do lado direito através de diversas reações:

- a) corte imediato das encomendas e todas as despesas monetárias não-inadiáveis;
- b) semiparalisação na produção, com demissões, férias coletivas e licenças remuneradas, e redução de jornada de trabalho com redução de salário em diversos setores;
- c) deflação;
- d) atraso generalizado no pagamento das dívidas;
- e) expansão no volume e nos prazos de crédito comercial intra-indústria e da indústria para o comércio;
- f) desenvolvimento de meios de pagamentos alternativos (troca direta de bens etc.).

Pelas reações mencionadas acima, é fácil perceber que a redução na renda nominal não foi diretamente proporcional à contração no volume de meio de pagamentos. Numa conjuntura de queda brusca na inflação, é difícil imaginar que a velocidade de circulação tenha aumentado; ao contrário, esperava-se que tivesse caído. Mas numa conjuntura, como a criada pela reforma monetária do Plano Collor, verifica-se que a velocidade de circulação acaba aumentando. Algumas reações, como o aumento do crédito comercial, postergam o problema de liquidez; outras aumentam a velocidade de circulação. Isto ocorre porque a moeda constitui, na sua essência, uma relação econômica, e, como tal, se por hipótese absurda o Estado a extingue à sua revelia, a sociedade se encarregará de criá-la imediatamente, pois as transações econômicas e a atividade produtiva não podem ser extintas.

Decorridos 50 dias de Plano Collor, não é ainda possível estabelecer com precisão qual será a queda no nível de atividade econômica. Segundo a FIBGE, a produção industrial dessazonalizada de março registrou uma queda de 5,8%, em relação ao mês de fevereiro, e 1,5% em relação a março do ano anterior. Estes dados representam já uma queda considerável, se levarmos em consideração que a maioria dos processos industriais não podem ser interrompidos bruscamente sem grandes prejuízos. Em abril, a redução deverá ser maior, mas é somente a partir de junho que o real ajuste da produção à nova situação deverá ficar claramente delineado. A pesquisa de nível de emprego na indústria paulista da FIESP já registrou, em abril, uma queda de 2,2%, o maior índice de demissões desde que a pesquisa começou a ser feita em 1981.

Houve uma considerável recuperação nas vendas da indústria, em relação à paralisação quase que total ocorrida na segunda quinzena de março, como se pode observar segundo os dados da pesquisa realizada pela FIESP (ver o Quadro 1). Entretanto, as previsões de queda nas vendas para o mês de maio são ainda assustadoras. Dado o nível relativamente alto de estoques na indústria, a queda na produção e no emprego deverá atingir níveis recordes nos próximos meses. A produção de aço bruto, que normalmente antecipa a queda

na produção industrial, apresentou em abril uma queda de 22,4% em relação a março e 28,9% em relação ao mesmo mês do ano passado, segundo os dados do Instituto Brasileiro de Siderurgia. Uma queda desta ordem no produto industrial deste ano não é uma hipótese fora de cogitação.

A mudança brusca e inesperada na disponibilidade de capital de giro das empresas continuará tendo efeitos extremamente deletérios na atividade produtiva nos próximos meses, pois o crédito bancário não será capaz de suprir as necessidades das empresas. A incerteza e o risco da atividade produtiva tornam-se tal, que, nos próximos meses, as empresas não se disporão a recorrer a empréstimos bancários, a não ser como último recurso para pagar dívidas inadiáveis. Da mesma forma, o sistema bancário, percebendo o aumento de risco, torna-se extremamente seletivo, racionando o crédito bancário.

É importante observar que, do ponto de vista global da economia, o bloqueio de capital de giro provocou imediatamente uma contração do lado da oferta. Para sobreviverem, as empresas tiveram que cortar de imediato qualquer transação que envolvesse desembolso de cruzeiros, para evitar o risco da insolvência. Desta forma, no primeiro momento, a reforma monetária está provocando uma recessão atípica, pois, via de regra, a recessão ocorre a partir de uma queda na demanda.

Paradoxalmente, do lado da demanda final de bens de consumo, está ocorrendo uma forte expansão, com exceção de alguns setores, como o automobilístico e a construção civil, que deverão persistir neste mês e provavelmente nos próximos dois meses, como será analisado mais adiante. Com isso, a paralisia nas vendas industriais deverá melhorar como já indica claramente a pesquisa da FIESP. Na segunda quinzena de março, apenas 7,87% das empresas responderam que as vendas para o comércio haviam aumentado ou estavam estáveis. Para este mês de maio, 27,36% das empresas já acusam estabilidade ou aumento nas vendas para o comércio.

Como 50,27% das empresas que responderam à sondagem da FIESP avaliam que seus estoques estão relativamente altos ou muito altos, a redução no nível de atividade produtiva nos próximos meses será maior do que a queda na demanda. Com o aperto de liquidez, todas as empresas tenderão a liquidar os seus estoques, e, com isso, o ajuste ocorrerá no sentido de reduzir a produção abaixo do nível de demanda, reforçando os efeitos recessivos do plano de estabilização. Em seguida, esta contração mais do que proporcional na produção e no desemprego deverá refletir na demanda agregada.

5. Problemas de Controle da Liquidez

Como o Plano Collor de estabilização está todo ancorado no controle monetário, é importante entender quais as metas e os instrumentos à disposição do Banco Central para levar adiante tal política. Quando se fala em controlar os meios de pagamentos, isto é, a liquidez, o que se pretende é exercer controle sobre a expansão do poder geral e imediato de compra à disposição do público em geral.

Como indicadores desta liquidez, podemos utilizar um ou vários agregados monetários, adequadamente definidos, ou a taxa de juros. Como existe uma gama de ativos financeiros que, por sua liquidez, pode ser convertida em poder geral de compra e funciona como quase-moeda, é possível definir diversos agregados monetários M_1 (papel-moeda em poder do público + depósitos à vista), M (M_1 + títulos públicos) etc., e, com isso, fica difícil definir uma meta precisa de política monetária. Por esta e por outras razões, a taxa de juros tem sido utilizada, sempre, como meta de política monetária, e os agregados monetários e de crédito transformam-se em instrumentos intermediários. Nos Estados Unidos, por exemplo, o sistema de reserva federal, no último meio século, estabeleceu os agregados monetários como meta de política somente no período 1979-82.

Por outro lado, para a taxa de juros refletir a liquidez de uma economia, é preciso que o mercado monetário funcione livremente, de forma que a sua flutuação seja fator equilibrador da oferta e da demanda de moeda (poder de compra imediato). Infelizmente, no Brasil, isto não acontece, pois o Banco Central tem assumido o compromisso de zerar automaticamente as posições das instituições financeiras que carregam títulos públicos em sua carteira. Se o público demanda mais moeda e qualquer instituição fica a descoberto (com excesso de títulos), o Banco Central financia, automaticamente, com a mesma taxa de juros pela qual compra moeda.

Nestas condições, quando se faz uma reforma monetária, bloqueando cerca de 70% dos ativos financeiros líquidos, e se lança um plano de estabilização baseado no controle monetário, espera-se que sejam feitas mudanças institucionais e nas regras de funcionamento do mercado monetário, de forma que se disponha de metas, indicadores e instrumentos precisos e adequados para se fazer política monetária.

Esperava-se que a nova moeda, o Cruzeiro, viesse acompanhada de sólidas instituições e regras, que permitissem definir como moeda a soma de papel-moeda em poder do público e os depósitos à vista, o que poderia garantir ao Banco Central poder de controle e, com isso, devolveria aos cruzeiros a credibilidade necessária para a estabilidade. Esperava-se também que se fizesse um ajuste fiscal capaz de recompor a confiança no Tesouro Nacional, o que permitiria a criação de um novo título público com perfil mais alongado de prazo e com credibilidade, o que poderia restaurar ao *open market* a sua função de regulador de liquidez. O Banco Central passaria a ter um instrumento adequado de política monetária.

Como estas mudanças não foram feitas ainda, o Banco Central não tem à sua disposição qualquer agregado mais preciso, que lhe permita medir adequadamente a liquidez para ajustar o estoque ao equilíbrio e fixar a sua variação como meta de política monetária. A taxa de juros também não pode ainda ser utilizada como indicador de liquidez, pois o *overnight* de cruzeiros funciona exatamente da mesma forma que o de cruzados. Em outras palavras, a política monetária continua sendo feita quase às cegas e se tornará crescentemente passiva.

Neste contexto, é preocupante observar que a injeção da nova moeda — o Cruzeiro — vem ocorrendo a um ritmo muito alto, sem que indicadores e instrumentos de regulação da liquidez estejam plenamente recompostos. Além dos Cr\$ 1,4 trilhão colocados à disposição do público pela reforma monetária no dia 16 de março, Cr\$ 875 bilhões adicionais foram injetados em um mês e meio, a partir das pressões e revisões das regras iniciais. As

empresas conseguiram, também, com *jeitinho*, sacar ou repassar os cruzados novos, estimando-se que o saldo retirado no BACEN reduziu-se drasticamente. O resultado final é que o montante de cruzeiros à disposição do público atingiu Cr\$ 2,450 trilhões.

Com isso, o montante de cruzeiros à disposição do público passou aproximadamente de 9 para 14% do PIB, em dois meses. Infelizmente, não conhecemos a sua composição, mas se estima que o meio de pagamento, no seu conceito mais estreito de M_1 , tenha já expandido para pelo menos 4 a 5% do PIB. Como o giro no *overnight* ultrapassa US\$ 25 bilhões, a situação global de liquidez já não é tão apertada e nem o ritmo de expansão tão preocupante.

Outro aspecto preocupante é que o critério aritmético, utilizado para bloquear os ativos financeiros, gerou uma distribuição muito desigual, e o sistema bancário não tem reciclado os cruzeiros a contento. A liquidez, ao nível global, está voltando muito rapidamente, mas, como não flui para os setores necessitados, a consequência prática é ainda a mesma de um enorme aperto de liquidez.

A expansão ocorrida na liquidez em dois meses de vida do Plano Collor era previsível. Toda vez que o Estado comete uma violência, ou toma uma medida excessivamente dura, a reação da sociedade tende a ser proporcional, procurando formas para se proteger. Neste caso, a contração excessiva e sem critérios setoriais e específicos da liquidez tem provocado pressões contínuas, principalmente a ameaça de grande desemprego; e é o Estado que acaba cedendo, pois ele próprio não é independente da sociedade. Neste sentido, se a reforma monetária tivesse sido corretamente dosada, a preocupação de uma expansão excessiva de liquidez poderia ser menor. É urgente, portanto, que as autoridades monetárias passem a se preocupar com mudanças nas regras e nas instituições monetárias, de forma que o Banco Central passe a ter indicadores e instrumentos mais adequados para fazer política monetária. Só assim a inflação será controlada.

6. O Ajuste Fiscal

Na área fiscal, a meta anunciada pelo governo Collor é de um ajuste de cerca de 10% do PIB, de forma que o setor público, ainda neste ano, passaria a ter um superávit operacional de cerca de 2% do PIB, eliminando assim a necessidade de o setor público emitir novos títulos ou recorrer à expansão monetária. De acordo com a equipe econômica, esta meta seria exequível com as medidas já adotadas, conforme as contas apresentadas no quadro a seguir.

Esta meta parece ser uma avaliação excessivamente otimista das medidas anunciadas, particularmente diante do quadro recessivo que está se delineando para os próximos meses. Além disso, o ajuste fiscal proposto envolve duas confusões conceituais que merecem ser esclarecidas. Em primeiro lugar, é preciso lembrar que uma parcela considerável das receitas do ajuste fiscal será em cruzados novos, enquanto que as suas despesas serão em cruzeiros. Os impostos arrecadados em cruzados novos neste período de dois meses já provocaram uma emissão considerável de cruzeiros, e tanto a arrecadação com IOF como com os Certificados de Privatização implicarão novas emissões de cruzeiros. Como a pedra angular do Plano Collor é o controle da oferta monetária, esta questão se torna mais crítica ainda, pois o Banco Central estará, na prática, convertendo a dívida pública em moeda corrente.

Quadro 2
Ajuste Fiscal

DISCRIMINAÇÃO	% DO PIB
1. FLUXOS	3,9
1.1 RECEITAS	1,6
Combate à sonegação	0,5
Tarifas	0,5
IPI	0,6
1.2 DESPESAS	2,3
Ganho com juros	1,5
Reforma patrimonial	0,1
Corte de investimento	0,2
Reforma administrativa	0,5
2. ESTOQUES	6,0
2.1 IOF/Certificados de Privatização	3,5
2.2 PRIVATIZAÇÃO	2,5
TOTAL	9,9

Em segundo lugar, é preciso distinguir ajuste fiscal permanente de ganhos emergenciais e transitórios, como a imposição de IOF sobre o estoque de ativos, que tem o caráter de um confisco de riqueza e não de aumento da carga tributária de forma permanente. Existe uma diferença entre o ajuste fiscal propriamente dito e as medidas relativas ao financiamento do déficit. O ajuste fiscal se caracteriza por medidas destinadas a aumentar as receitas e as despesas permanentes do setor público. Coisa totalmente diferente é a alienação de ativos para financiar o desequilíbrio orçamentário do setor público. A privatização de empresas estatais e vendas de imóveis e outros ativos públicos, embora fontes de receitas públicas, não podem ser caracterizadas como aumento da receita permanente. Neste sentido, as vendas de ativos do setor público devem ser consideradas apenas como uma medida de financiamento do déficit público. Os seus impactos sobre o déficit só se dão através da redução das despesas líquidas, associadas à manutenção daqueles ativos, e estão computados como redução de despesas.

Reparo semelhante deve ser feito ao ganho de receitas associado ao IOF. Muito embora tal aumento represente um ganho de receita tributária do setor público, não pode ser tomado como uma elevação permanente. A razão para isto é que este ganho só existe neste ano, não reduzindo o déficit público futuro.

Portanto, dos 10% do PIB de *ajuste fiscal* prometidos pelas autoridades econômicas, 6% do PIB se referem, na verdade, a medidas de financiamento do desequilíbrio, razão pela qual estão agrupados no quadro anterior sob o título de *Estoques*.

Efetivamente, pois, o ajuste fiscal, segundo a estimativa da própria equipe econômica, é da ordem de 3,9% do PIB. Este ajuste é muito mais tímido do que estes números deixam transparecer. Do corte de despesas de 2,3% do PIB, a maior parte (1,5% do PIB) refere-se à redução das despesas financeiras associadas à dívida interna por conta da fixação da taxa

real de juros de 6% a.a. para os recursos bloqueados no Banco Central. Embora se trate de um ganho substancial em termos de despesas financeiras, é também temporário. A partir de setembro de 1991, tais recursos serão desbloqueados e passarão a ser remunerados pela taxa de juros de mercado, de modo que as despesas financeiras voltarão a se elevar.

Como redução efetiva de gastos públicos permanentes, resta, deste modo, apenas 0,8% do PIB, o que mostra a extrema timidez do programa de estabilização na questão dos cortes de gastos.

Do lado da receita, se não houver um ganho significativo devido à queda na sonegação, o ajuste fiscal permanente será insuficiente. Em outras palavras, os ganhos com aumento de IPI; maior indexação dos impostos com a redução dos prazos de recolhimento; extinção e suspensão de subsídios, isenções e incentivos fiscais; a tributação da renda agrícola, dos lucros dos exportadores, dos ganhos de capital na bolsa de valores e do patrimônio das pessoas físicas são modestos e dificilmente gerarão, no próximo ano, uma receita estimada de US\$ 4,7 bilhões, isto é, cerca de 1,3% do PIB.

Como para o investidor bem informado o que interessa é a restrição orçamentária intertemporal, e as confusões entre ajuste fiscal e financiamento do déficit serão percebidas, mesmo que o Plano Collor tenha sucesso, nesta primeira fase de choque, derrubando a hiperinflação, poderemos ter dificuldades na segunda fase do programa de estabilização, que é de sustentação e de transição para uma economia estável. Só um ajuste fiscal mais profundo da ordem de 7 a 8% do PIB pode dar credibilidade definitiva ao programa de estabilização. Se o ajuste fiscal for insuficiente, assim será percebido pelo público, e, se não restabelecer a confiança na moeda e no Tesouro Nacional, um número crescente de pessoas começará a apostar no retorno da inflação.

Conseqüentemente, a um período de inflação baixa deverá seguir-se um processo de aceleração inflacionária, motivado pela persistência de um déficit público. Caso os agentes ainda prevejam o desequilíbrio futuro do setor público e percebam dificuldades do Governo em devolver os recursos bloqueados no Banco Central, é provável que seu comportamento defensivo acabe antecipando a volta da espiral inflacionária, no momento em que a recomposição dos preços relativos gere mudança no nível de preços, mesmo numa situação de maior facilidade de financiamento público.

O ajuste fiscal é vital, também, para que o público interprete o bloqueio dos ativos financeiros como um empréstimo compulsório com garantia de retorno real e não como um confisco. Se o público tiver a expectativa de que o Governo terá que recorrer à emissão de novos títulos para financiar seus gastos, interpretará como confisco o atual bloqueio de ativos financeiros e apostará que o Governo promoverá novas rodadas de confiscos e empréstimos compulsórios, rejeitando antecipadamente e em definitivo os ativos em circulação no mercado financeiro. Poderá ser a quebra final de confiança nos títulos públicos, na caderneta de poupança e nos depósitos bancários, e, com isso, na nova moeda — o Cruzeiro. Se isto acontecer, nova onda de fuga de capital para ativos reais poderá tornar a situação explosiva. Desta forma, se o Governo não mostrar com resultados efetivos (superávit fiscal), num prazo relativamente curto, o plano de estabilização enfrentará dificuldades, e aí podemos ter uma completa desorganização do mercado financeiro. É por isso que o ajuste fiscal será a variável vital que todos os observadores econômicos mais atentos estarão acompanhando de perto.

7. A Política de Rendas: Preços e Salários

Os preços foram congelados e só poderão ser reajustados com autorização do Ministério da Economia. A partir de 1º de maio, o Governo fixará um teto máximo de reajuste de preços, que deverá ficar abaixo da meta de inflação do mês, e iniciará uma fase de liberação gradual dos preços. Os salários de março foram corrigidos pela inflação de fevereiro de 72,87% e, a partir de abril, a cada dia 15 do mês fixar-se-á a meta de inflação para o mesmo mês, e prefixar-se-á uma taxa de correção dos salários, acima daquela meta. Poderá haver reajuste salarial acima do limite autorizado pelo Governo, através da livre negociação, mas estes aumentos não poderão ser repassados para os preços, e a desobediência será configurada como crime por abuso de poder econômico.

As regras de preços e salários no Plano Collor são instrumentos auxiliares e secundários, pois o programa se fundamenta na contração de liquidez para derrubar a inflação, isto é, aposta que uma forte contração na demanda agregada conterá a escalada de preços. É por isso que a taxa de câmbio não sofreu uma maxidesvalorização para alinhá-la corretamente com salário e preços, nem será utilizada como âncora dos preços. Neste programa o Banco Central não tem compromisso de comprar o câmbio, podendo manter as reservas inalteradas e assim exercer maior controle sobre a oferta de moeda. A flutuação da taxa de câmbio se encarregará de ajustar a oferta e a demanda da moeda estrangeira.

O poder aquisitivo dos salários, recebidos pelos trabalhadores no início do mês de abril, sofreu um aumento em comparação com o mês anterior, mesmo levando em consideração os reajustes de tarifas e preços públicos promovidos nos dias 15 e 16. Isto sempre ocorre quando há uma interrupção brusca da inflação. Este aumento dependerá da categoria do trabalhador, mas o congelamento em si, no dia 16 do mês, trouxe um ganho real da ordem de 20%, com óbvios efeitos sobre a demanda de bens de consumo.

A não ser que o nível de desemprego atinja níveis que desmobilizem totalmente os trabalhadores, os sindicatos, a exemplo do que aconteceu nos planos anteriores, reivindicarão a recomposição de *perdas* salariais passadas e que serão imputadas à desindexação promovida pelo novo programa de estabilização. Além disso, o próprio sistema de negociação anual e descentralizado, em que as diferentes categorias têm reajuste salarial nos meses sucessivos justapostos, embute uma forte tendência ao ressurgimento da inflação, pois trará, à mesa de negociação, magnitudes nominais referentes ao período em que a taxa anual de inflação era superior a 6.000%.

8. Políticas Comercial e Cambial

A política de comércio exterior sofreu algumas mudanças no sentido de eliminar algumas aberrações (como o fim do adicional de frete, lista de produtos de importação suspensa, fim dos programas por empresa, exame de similaridades, regimes especiais de isenção de Imposto de Importação etc.). Mas a esperada liberalização apenas teve início, pois o regime de controle discricionário e burocrático de anuência prévia para as importações

continuará em pleno vigor, e as tarifas aduaneiras não sofreram nenhuma redução, ao contrário estão sofrendo aumentos.

Desta forma, não houve ainda uma ruptura nem uma mudança qualitativa na política comercial, apenas o início de um tímido e casuístico processo de liberalização. A liberalização deveria ser parte integrante de uma nova política industrial que estabelecesse regras gerais por complexos industriais, e não instrumento de coação do empresariado. Portanto, diferentemente das experiências recentes de México, Israel e Bolívia, nem a taxa de câmbio nem o vetor de preços internacionais serão utilizados como âncora dos preços. A âncora será essencialmente monetária: o volume de cruzeiros em circulação.

A política cambial também sofreu uma importante mudança, pois agora a taxa de câmbio será flutuante e determinada pelo mercado, sob vigilância do Banco Central. Entretanto, a mudança é mais formal do que real, na medida em que o acesso ao mercado de dólar depende de autorização prévia e burocrática do Governo. No caso das importações e exportações, as emissões de guias definem previamente a oferta e a demanda de moeda estrangeira. Como as guias têm um prazo de validade, as taxas poderão sofrer oscilações no curto prazo. Desta forma, como a oferta e a demanda serão predefinidas pelo Governo, a taxa de câmbio flutuante do mercado não será necessariamente a de real equilíbrio do balanço de pagamentos. Em outras palavras, a taxa real de câmbio de equilíbrio necessário para gerar saldos comerciais pode não coincidir com a taxa flutuante determinada pela política monetária. Se isto ocorrer, em algum momento será preciso fazer um novo realinhamento para chegarmos a uma relação preço- salário-câmbio de equilíbrio, e isto poderá ser um foco inflacionário.

Além disso, a implantação da taxa de câmbio flutuante introduziu, na economia brasileira, elemento de forte instabilidade que ficará sujeito a uma nova atividade especulativa num momento de grave crise inflacionária e cambial. Basta lembrarmos que o Brasil suspendeu o pagamento de juros da dívida externa e que temos atrasados que alcançam mais de US\$ 6 bilhões. Foi por causa da existência de mercado dual de câmbio, um oficial para importações e exportações sob estrito controle do Banco Central e outro paralelo, em que os efeitos desestabilizadores da fuga de capital foram neutralizados, e o sistema interno de preços protegido dos ataques especulativos contra o cruzado novo e o *over*. Foi assim que evitamos até agora a hiperinflação. Se o atual plano de estabilização enfrentar dificuldades nas áreas fiscal e monetária, o câmbio flutuante poderá sofrer ataques especulativos desestabilizadores, com forte risco de colapso cambial típico das hiperinflações.

Por outro lado, como o pagamento de juros e outras remessas estão suspensos, a oferta de dólares é maior do que a demanda, pois o saldo comercial tem sido bastante elevado no Brasil, nos últimos anos, e continuará necessariamente nos próximos. Nestas condições, se o mercado de câmbio não sofrer intervenção do Banco Central tenderá a desvalorizar o dólar com óbvios efeitos desorganizadores do comércio exterior.

Como já observamos, a vantagem essencial da taxa cambial flutuante, no novo programa de estabilização, é que o Banco Central não precisará mais comprar dólares dos exportadores, o que aumentaria as suas reservas e provocaria a expansão monetária. Mas esta vantagem é apenas teórica, pois se o Banco Central não atuar como o grande comprador, a taxa de câmbio poderá despencar e trazer graves desequilíbrios no saldo comercial.

Em suma, as liberalizações comercial e cambial são metas fundamentais para modernizarmos e aumentarmos a eficiência da economia brasileira, e a nova política apresenta

importantes avanços nesta direção. Entretanto, a liberalização comercial deveria ser o ponto de partida, para, em seguida, caminharmos para a liberdade cambial e, na medida em que o Plano Collor inverteu o processo, adotou uma estratégia de fragilidade na sustentação da estabilidade de preços e aumentou o risco de um colapso cambial. Uma estratégia alternativa de menor fragilidade teria sido a liberalização comercial, com remoção imediata dos controles não-tarifários às importações e utilização da taxa de câmbio como uma âncora nominal para os preços internos.

9. A Expansão na Demanda

Nos planos Cruzado, Bresser e Verão, o congelamento de preços provocou uma forte expansão na demanda. Este fenômeno já é conhecido e tem sua fundamentação na teoria econômica. Os formuladores do Plano Collor, não dando atenção adequada a este fenômeno, enfrentam de imediato uma inconsistência. De um lado, o choque monetário, seqüestrando o capital de giro das empresas, está provocando uma forte contração na produção, principalmente na fase inicial da cadeia produtiva. Do lado da demanda, o aumento real de salário, devido ao efeito congelamento e à perda de confiança nos ativos financeiros, provocou uma considerável expansão na demanda de bens de consumo. As nossas estimativas indicam que em abril as vendas reais no comércio varejista estão pelo menos 10% acima do mesmo mês do ano anterior. Neste primeiro momento, como os estoques estavam relativamente elevados, e as empresas tinham que fazer caixa, a pressão sobre o nível de preços não se fez significativamente. Mas, alguns setores já começaram a remarcar os seus preços.

A perda de confiança de uma parcela dos agentes econômicos nos instrumentos financeiros, em função do bloqueio destes ativos no Banco Central, tem provocado uma mudança na forma de realizar a poupança: em vez de procurar manter sua riqueza sob a forma de ativos financeiros, os agentes privados estão preferindo mantê-la sob a forma de ativos reais, particularmente bens duráveis de consumo. Os saques da caderneta de poupança alcançaram, em um mês, cerca de Cr\$ 218 bilhões. Desta forma, as despesas de consumo, ou seja, os gastos de moeda em bens duráveis de consumo, se elevariam, mas o consumo (isto é, a efetiva utilização) destes bens não estaria aumentando na mesma proporção. De qualquer forma, o impacto sobre o preço dos ativos é o mesmo. Explica-se, assim, o crescimento das vendas dos bens duráveis de consumo como um movimento de fuga para ativos reais. Obviamente, esta fuga traz em si riscos inflacionários não-desprezíveis, visto que representa uma profunda deterioração das condições de financiamento do setor público.

A recuperação desta confiança não depende, porém, apenas da política monetária. Esta pode até ser extremamente austera, marcada pelo controle estrito da quantidade de moeda e por taxas de juros muito elevadas. Sem que se promova um ajuste fiscal vigoroso, tal política seria inconsistente com as necessidades de financiamento do setor público. Mais cedo ou mais tarde a necessidade de financiar o déficit, conjugada com a desconfiança do público nos títulos governamentais, acabaria quebrando a política monetária, ainda mais porque o Banco Central não é independente, e sua política continuaria subordinada às necessidades do Executivo.

Esta recuperação na demanda não terá fôlego prolongado, pois os preços dos bens duráveis sofreram significativo aumento depois do Plano, e o efeito desemprego deverá prevalecer em dois ou três meses, mas poderá ser o suficiente para gerar desabastecimentos e comprometer o programa antiinflacionário. O padrão típico de comportamento dos preços e da demanda que foram observados depois dos planos Bresser e Verão estão sendo reproduzidos. Com a expansão da demanda os setores competitivos retomam o processo de remarcação imediatamente após o congelamento, enquanto os setores oligopolizados, por entrarem no congelamento com aumentos defensivos de margens de lucro, mantêm seus preços de lista estáveis por cerca de três meses, mas reduzem os descontos. O varejo, uma vez findo o seu estoque, tem custos de reposição muito mais elevados e deixa de comercializar o mesmo produto ou remarca os preços.

10. Conclusão

Dentro de dois ou três meses, uma vez reestruturados os ativos e passivos das empresas e normalizadas as transações ao longo da cadeia produtiva, num nível de produção mais baixo, deverá surgir a questão da compatibilização dos preços entre os diferentes estágios produtivos. Dado que os preços relativos estavam enormemente dispersos antes do Plano, somados as diferentes reações de preços diante da contração de liquidez e o aumento da capacidade ociosa (elevação de custos fixos unitários), inevitavelmente as empresas tentarão recompor os preços relativos (margens de lucro), o que trará tensões inflacionárias.

Baseando-se nas experiências anteriores, quando os estoques sofrerem queda, e as empresas ajustarem o nível de produção e emprego ao novo nível de demanda, com *timing* e com poder diferenciado, ressurgirá uma pressão sobre os preços. As empresas tentarão repassar a elevação dos custos unitários fixos e recompor a margem de lucro. Neste momento, mesmo que o Banco Central tenha recomposto os instrumentos de política monetária, um novo arrocho de liquidez poderá ser uma ancoragem insuficiente para sustentar a estabilidade de preços. A contração na produção poderá ser maior ainda e podemos conviver com o ressurgimento da inflação e da recessão.

O novo plano de estabilização foi pautado essencialmente no controle monetário, enquanto instrumento de combate à inflação, daí a sua fragilidade para sustentar a estabilidade. Aspectos fundamentais como a liberalização da economia, pacto com os trabalhadores e ajuste fiscal na magnitude necessária não foram efetivamente implementados. Apresenta, portanto, fragilidades desde a sua concepção. Na sua implementação não está havendo uma instrumentação adequada, nem mesmo para implementar o controle de liquidez.

Até o presente momento, as reformas anunciadas são muito tímidas e incipientes para vislumbrar um horizonte de estabilidade. Os ajustes e reformas monetárias são amplos, profundos e devem ser executados de imediato, sob o risco de inviabilizar não somente o sucesso do programa antiinflacionário como também a retomada do crescimento e a própria estabilidade política do País. O Plano executado até agora não passa de um *monetarismo à avessas*, com uma visão míope centrada no curto prazo, não dando garantias de uma transição e uma institucionalização da estabilidade, nem apresentando com clareza para a sociedade as perspectivas de longo prazo. Ainda existe possibilidade de sucesso, mas para

isto é preciso que o Governo se conscientize do lado real dos problemas e lance um conjunto de medidas tão profundas quanto a reforma monetária, mas direcionado para eliminar definitivamente os principais mecanismos inflacionários.

Referências Bibliográficas

1. BRUNO, M.; DI TELLA, G.; DORNBUSH, R. e FISHER, S. (eds.) — *Inflation Stabilization*. M.I.T. Press, 1988.
2. BRUNO, M. — *Econometrics and Design of Economic Reform*. *Econometrica*, v. 57, n. 2, March 1989.
3. BLEJER, M. — *High Inflation, "Heterodox" Stabilization and Fiscal Policy*. IMF, 1987.
4. BLEJER, M. e LIVIATAN, N. — *Fighting Hyperinflation: Stabilization Strategy in Argentina and Israel*. IMF, 1987.
5. DORNBUSH, R. e FISHER, S. — *Stopping Hyperinflation Past and Present*. *Weltwirtschaftliches Archiv*, v. 22, January 1986.
6. YEAGER, L. — *Experiences in Stopping Inflation*. American Enterprise Institute, 1979.

Originais recebidos em 15 de maio de 1990