

# Aspectos Técnicos do Plano Collor

**Mario Henrique Simonsen**

Professor e Diretor-Geral da Escola de Pós-Graduação em Economia da FGV

## 1. Introdução

O Plano Collor assentou-se no tripé: política de rendas-política fiscal-política monetária. O ponto fundamental da política de rendas foi eliminar a indexação salarial pela inflação passada, isto é, a regra:

$$W_t = kP_{t-1} \quad (1)$$

onde  $W$  indica o salário nominal,  $P$  o índice de preços. Essa regra, como se sabe, torna o salário real função decrescente da taxa de inflação:

$$\frac{W_t}{P_t} = k \frac{P_{t-1}}{P_t} \quad (2)$$

Se  $k$  for superior ao salário real de pleno emprego  $w$ , a economia precisará de uma taxa de inflação que torne o segundo membro da equação (2) igual a  $w$ , ou seja:

$$\frac{P_t}{P_{t-1}} - 1 = \frac{k}{w} - 1 \quad (3)$$

para funcionar com plena ocupação dos fatores. Esse é o clássico problema da inércia inflacionária, e que o Plano Collor tentou solucionar substituindo a regra salarial (1) por:

$$W_t = wP'_t \quad (4)$$

onde  $P'_t$  é o índice de preços estimado para o mês  $t$ .

O congelamento temporário de preços e a sua posterior prefixação pela inflação estimada é uma parte redundante do Plano, mas que serviu para tornar politicamente vendável a mudança da regra salarial.

O ajuste fiscal promete transformar um déficit operacional projetado de 8% do PIB num superávit operacional de 2% do PIB, promessa a ser cobrada do Governo. No elenco de medidas, pelo menos duas são extremamente corajosas e inteligentes:

a) a eliminação de todos os incentivos fiscais, inclusive os da SUDENE e SUDAM (ressalvadas as proteções constitucionais à Zona Franca de Manaus);

b) a eliminação das ações, fundos e cheques ao portador (salvo para pequenos valores), o que dificulta, consideravelmente, a sonegação fiscal.

O projeto de reforma administrativa talvez seja mais pirotécnico do que efetivo. O do imposto sobre grandes fortunas é bem estruturado tecnicamente, mas de pequena significação para o corte do déficit público. A privatização é uma promessa. A curto prazo, o Governo também melhorará o desempenho de suas contas com as incidências do IOF determinadas pela Medida Provisória 160, e a redução dos juros sobre os ativos financeiros seqüestrados pela reforma monetária.

O ponto mais original e controvertido do Plano é a política monetária, decretada pela Medida Provisória 168. Como disse Paulo Rabello de Castro, um plano de estabilização exige que se estanque a expansão de moeda, mas não que se corte a quantidade de moeda. Ou seja, a contenção é no fluxo e não no estoque. Por certo, a própria contenção do fluxo exige habilidade num país onde a maior parte da moeda é indexada, pois o fluxo a estancar é o nominal, e não o real. Com indexação defasada, isso seria virtualmente impossível. Mas a indexação defasada poderia ser substituída por alguma aproximação à indexação corrente, como a usada para os salários.

Ao invés de conter o fluxo, o Plano Collor resolveu reduzir drasticamente o estoque de liquidez da economia. Ou seja, o modelo não foi o do Plano Schacht, da Alemanha de 1923, quando apenas se estancou a expansão monetária, mas o do Plano Ehrard de 1948, quando houve o confisco de moeda e ativos financeiros.

Nesse ponto, ainda que se admita que o que funciona na Alemanha também funcione no Brasil, os autores do Plano Collor incidiram num grave equívoco. Pois, o que havia no Brasil era bem mais parecido com o que acontecia na Alemanha de 1923 do que na Alemanha de 1948, ainda que em proporções muito menos dramáticas. Na Alemanha de 1923 havia uma hiperinflação aberta, resultante do financiamento do déficit público via expansão monetária, tal como no final do governo Sarney. (Nesse ponto é muito importante observar que, para efeitos de inflação, o déficit que importa é o nominal, e não o operacional.) Já em 1948 a situação era completamente distinta: não havia inflação aberta, pois a economia vivia num regime de congelamento de preços e racionamento imposto pelos aliados. O que havia

era um excesso de liquidez, que não podia ser utilizado por falta de mercadorias para comprar, aos preços tabelados. No mais, uma dívida pública juridicamente indefinida, os bônus de guerra emitidos por Hitler, e que ninguém esperava que fossem pagos. O que fez Ehrard foi confiscar a liquidez que não podia ser utilizada e, imediatamente, liberar os preços. E repudiar formalmente os bônus de guerra de Hitler, que, àquela altura, eram *junk bonds*, não apenas travessos, mas sinistros.

Como se vê, a situação brasileira no fim do governo Sarney nada tinha a ver com a Alemanha de 1948. Onde realmente se precisa de algo semelhante ao Plano Collor é na União Soviética, onde há 10 mil preços controlados e que não podem ser liberados porque a *perestroika* gerou déficits de 12% do PIB e que são financiados por expansão monetária que não tem onde ser gasta. Ou seja, fez-se no Brasil o que deveria ter sido feito na União Soviética.

Um conceito que parece ter determinado a Medida Provisória 168 é o de que qualquer ativo financeiro com liquidez, primária ou secundária, gera o mesmo potencial de inflação. Trata-se de evidente equívoco, pois diferentes conceitos de moeda têm diferentes velocidades-renda. Isso é uma tautologia, pois, como o produto é o mesmo, quanto mais abrangente seja o conceito de moeda, menor a velocidade-renda. Numa palavra, a idéia em voga de que a liquidez desejável é de cerca de 17% do PIB é refinada tolice. No total de ativos financeiros em poder do público antes do Plano Collor, o  $M_4$ , equivalente a 35% do PIB, havia de tudo: moeda, com alta velocidade de circulação, e poupança, com baixa velocidade de circulação. O que era moeda, o que era poupança, depende do corte que se estabeleça em termos de velocidade de circulação. O que faltou aos autores do Plano Collor foi um mínimo de acuidade psicológica. Muitas pessoas guardam indefinidamente um ativo financeiro desde que tenham a garantia de que deles podem dispor a qualquer momento.

Por certo, antes do Plano Collor havia excesso de liquidez primária, isto é, de liquidez garantida pelo Banco Central. Isso tornava endógena a oferta de moeda, abrindo um potencial de escalada hiperinflacionária. Havia maneiras de reverter essa situação, e que serão discutidas mais adiante. Só que o Plano Collor resolveu passar de um extremo a outro.

Os autores do Plano Collor podem defender-se com um argumento aparentemente forte: escolheram uma estratégia que inevitavelmente paralisaria a inflação, dentro do princípio do *quod abundat non nocet*. A curto prazo isso é indiscutível, mas há outros problemas a médio e longo prazos. O primeiro é a intensidade e a controlabilidade da recessão nos próximos meses. A liquidez atual é menos de um terço da que existia em 15 de março. Obviamente, ela circula com muito maior velocidade, pois o produto nominal não caiu nem cairá de 67%. Só que essa velocidade não é controlável pelo Governo, até porque muita gente anda guardando papel-moeda debaixo dos colchões. Por outro lado, o sistema financeiro está funcionando precariamente, o que significa que a economia não está operando como um sistema de vasos comunicantes, para usar as analogias hidráulicas da moda.

Segundo, a confiança no mercado de capitais foi seriamente abalada com as medidas provisórias 160 e 168, a do IOF e a da reforma monetária. Tem-se aí um exemplo contundente da validade da crítica de Lucas às estimativas econométricas. Com efeito, depois do Plano Collor, a demanda de ativos financeiros será regida por equações completamente diferentes das que valeram no passado. Traduzindo do economês para o português, o Plano Collor cutucou uma casa de marimbondos. O resultado final tanto poderá ser uma

renovação econômica como a que aconteceu na Espanha; uma estabilização de preços com estagnação como a que ocorreu na Bolívia; ou mais uma reedição da experiência argentina, o famoso efeito ORLOFF.

Nas seções que se seguem, desenvolveremos uma série de modelos teóricos que procuram descrever:

- a) como funcionava o sistema monetário brasileiro;
- b) como o Plano Collor afetou esse funcionamento;
- c) o que acontecerá daqui a 18 meses, quando os cruzados seqüestrados serão transformados em cruzeiros.

Uma discussão essencial, sobre a coerência ideológica do Plano Collor, será apresentada na seção final.

## 2. Poupança versus Moeda Remunerada

Os partidários da teoria da ciranda financeira atribuem a escalada da inflação brasileira à transformação da dívida pública em moeda remunerada, cujo efeito venenoso é conhecido desde a hiperinflação húngara de 1946: a expansão monetária cria inflação e, ao mesmo tempo, a inflação cria expansão monetária. A solução seria separar o joio do trigo, isto é, a poupança da moeda remunerada. A primeira deveria ser incentivada com correção monetária mais juros; a segunda, nada deveria render, pelo menos à custa dos cofres públicos.

Há boa dose de verdade nesse diagnóstico, mas ele precisa ser devidamente torneado. Primeiro, o que havia de poupança e de moeda remunerada no *overnight* é questão em aberto. Para separar o joio do trigo seria preciso arbitrar a velocidade de circulação que distingue a moeda remunerada da poupança. Segundo, qualquer que seja o critério que se adote havia uma parcela não remunerada de moeda,  $M_1$ . Como será visto mais adiante, uma porção ainda que pequena de moeda não remunerada introduz um freio que não existe numa economia com moeda 100% indexada. Terceiro, as inovações financeiras levaram a moeda remunerada a muitos países, a começar pelas *money market accounts* dos Estados Unidos, e a ciranda financeira que lá existe não ameaça detonar nenhum processo hiperinflacionário.

O problema fundamental é outro: que parcela dos ativos financeiros rende juros fixos, que parcela rende juros flutuantes? A diferença é o que ocorre com o valor dos títulos no mercado secundário quando a taxa de juros se eleva: no primeiro caso ele cai, no segundo não se altera. A perpetuidade é o exemplo extremo do título com juros fixos: o *coupon* é invariável a qualquer alteração da taxa de juros a longo prazo, correspondendo uma variação inversamente proporcional da cotação do título. A LFT, o exemplo limite de título com juros flutuantes.

A Seção 3 apresenta um modelo monetário com títulos de curto prazo, a Seção 5, um modelo onde os títulos públicos são perpetuidades indexadas.

Na ausência de choques, as duas alternativas são equivalentes. O problema é a vulnerabilidade aos choques, obviamente muito maior no regime das LFTs do que no das perpetuidades. Essa vulnerabilidade explica a escalada da inflação no final do governo

Samuelson, pela suspeita de que o novo Governo daria um calote na dívida interna, aumentando a velocidade-renda de  $M_4$ .

Curiosamente, essa vulnerabilidade dava ao governo Collor duas opções. Uma seria honrar todos os compromissos do Governo anterior e beneficiar-se do impacto antiinflacionário da queda da velocidade-renda de  $M_4$ . Os riscos dessa opção, algo semelhantes aos do Plano Cruzado, serão descritos na Seção 7. Outra seria seqüestrar grande parte da liquidez em mãos do setor privado, como foi feito pelas medidas provisórias 160 e 168. Do ponto de vista do combate à inflação a curto prazo, o Plano Collor seguiu a estratégia de máxima segurança, só que criando sérios problemas de administração da economia e, sobretudo, de estabilidade de preços com retomada do crescimento a médio prazo, onde os riscos do Plano são altíssimos.

### 3. Um Modelo Monetário com Títulos Públicos de Curto Prazo

O modelo parte das seguintes premissas:

a) a demanda de  $M_4$  é proporcional ao produto nominal:

$$M_4 = kPY \quad (5)$$

onde  $P$  é o nível de preços,  $Y$ , o produto real;

b) os títulos privados representam uma fração  $f(r)$  de  $M_4$ , onde  $f(r)$  é uma função decrescente da taxa real de juros  $r$ :

$$Q = M_4 f(r) \quad (f'(r) < 0) \quad (6)$$

onde  $Q$  é o estoque de títulos privados;

c)  $M_1$  (moeda não remunerada) é uma fração de  $M_4$  expressa por:

$$M_1 = e^{-\mu i} M_4 \quad (7)$$

onde  $\mu$  é constante positiva,  $i$  a taxa nominal de juros;

d) conseqüentemente, o valor dos títulos públicos  $T$  é dado por:

$$T = M_4 - M_1 - Q = (1 - f(r) - e^{-\mu i}) M_4 \quad (8)$$

e) as taxas nominal e real de juros ligam-se pela equação usual:

$$i = p^* + r \quad (9)$$

onde  $p^*$  é a taxa esperada de inflação;

f) o déficit do setor público compõe-se do déficit primário  $gPY$  mais os juros da dívida pública  $iT$ :

$$D = gPY + iT \quad (10)$$

g) o déficit público é financiado pela expansão de  $M_1 + T$

$$\dot{M}_1 + \dot{T} = D \quad (11)$$

h) a taxa esperada de inflação varia adaptativamente, segundo a fórmula de Cagan:

$$\dot{p}^* = b(p - p^*) \quad (b > 0) \quad (12)$$

onde  $p$  é a taxa efetiva de inflação.

A partir dessas hipóteses, conclui-se que o déficit público é financiado pela expansão de  $M_4 - Q = M_4(1 - f(r))$

$$\dot{M}_4(1 - f(r)) - M_4 f'(r) \dot{r} = M_4 i (1 - f(r) - e^{-\mu i}) + M_4 (g/k)$$

Como:

$$\frac{\dot{M}_4}{M_4} = p + y \quad (13)$$

onde  $y$  é a taxa de crescimento do produto real, chega-se a:

$$(1 - f(r))(p + y) = (p^* + r) \left(1 - f(r) - e^{-\mu(p^* + r)}\right) + \frac{g}{k} + f'(r) \dot{r} \quad (14)$$

Suponhamos que o Banco Central fixe a taxa real de juros  $r$ , o que torna  $\dot{r} = 0$  na equação acima. Pela equação de Cagan,

$$p - p^* = \frac{\dot{p}^*}{b}$$

Segue-se a dinâmica da taxa esperada de inflação:

$$\frac{(1 - f(r))}{b} \dot{p}^* = \frac{g}{k} + (r - y)(1 - f(r)) - (p^* + r) e^{-\mu(p^* + r)} \quad (15)$$

Em equilíbrio deve-se ter  $p^* = p$  e  $\dot{p}^* = 0$ . A função  $F(i) = i e^{-\mu i}$  cresce para valores positivos de  $i$  até  $i = 1/\mu$ , passando por um máximo  $F(1/\mu) = (\mu e)^{-1}$  e decrescendo daí por diante. Daí se conclui, como na Figura 1, que se:

$$h = \frac{g}{k} + (r - y)(1 - f(r)) < (\mu e)^{-1}$$

a taxa de inflação convergirá para a menor das duas raízes da equação:

$$(p^* + r) e^{-\mu(p^* + r)} = h \tag{16}$$

Se  $h > (\mu e)^{-1}$ , a economia caminhará para a hiperinflação.

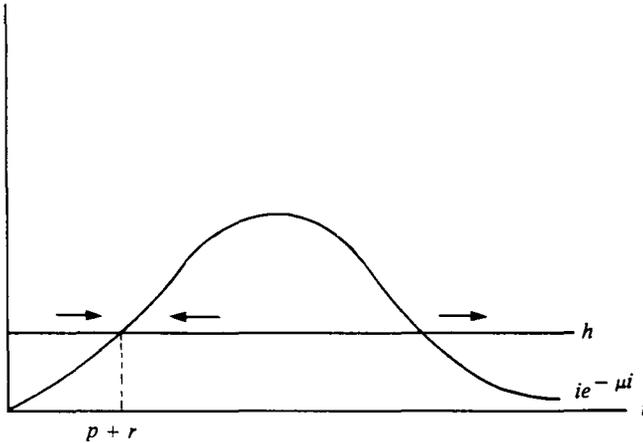


Figura 1

Um aumento da relação déficit primário/PIB  $g$ , uma queda da taxa de crescimento do produto real  $y$  ou uma queda no coeficiente  $k$  de procura de  $M_4$  aumentam a taxa de inflação de equilíbrio. Isso é imediato na Figura 1, já que, em qualquer dos casos, o resultado é um aumento de  $h$ .

O aumento do parâmetro  $\mu$  da equação (7) também eleva a taxa de inflação de equilíbrio. Para tanto basta reescrever a equação (16) na forma:

$$i = he^{\mu i}$$

onde  $i$  é a taxa nominal de juros. Daí se segue que:

$$\frac{di}{d\mu} = he^{\mu i} \left( \mu \frac{di}{d\mu} + i \right) = i \left( \mu \frac{di}{d\mu} + i \right)$$

ou seja:

$$(i - \mu i) \frac{di}{d\mu} = i^2$$

O equilíbrio ocorre no trecho ascendente da curva  $ie^{-\mu i}$ , o que implica  $1 - \mu i > 0$ . Logo:

$$\frac{di}{d\mu} = \frac{dp}{d\mu} + 1 > 0$$

A intuição do resultado é imediata: o aumento de  $\mu$  encolhe a base de arrecadação do imposto inflacionário.

Já os efeitos de um aumento da taxa real de juros sobre a taxa de inflação de equilíbrio são mais questionáveis. Há um efeito transitório de *crowding-out* detectado no último termo do segundo membro da equação (14) devido à derivada da taxa de juros em relação ao tempo, mas o que nos interessa são os efeitos permanentes.

Derivando-se a equação (16) em relação a  $r$ , conclui-se que:

$$\frac{dp}{dr} + 1 = \frac{e^{\mu(p+r)}}{1 - \mu(p+r)} \cdot \frac{dh}{dr} \quad (17)$$

Desde que a taxa real de juros  $r$  exceda a taxa de crescimento do produto real,  $h$  é função crescente de  $r$ . Com efeito:

$$\frac{dh}{dr} = 1 - f(r) - f'(r)(r - y)$$

Isso não leva a alguma conclusão sobre o sinal de  $dp/dr$ , mas sugere uma possibilidade: a de que o efeito de um aumento da taxa real de juros seja baixar a inflação se a taxa de inflação for baixa; mas de aumentá-la quando ela for alta.

Vejam agora como o modelo acima ajuda a explicar a explosão inflacionária no fim do governo Sarney.

Em primeiro lugar, a garantia de liquidez e rentabilidade oferecida pelo Banco Central nas aplicações de *overnight* diminui a demanda de  $M_1$ . Em nosso modelo isso equivale a aumentar o coeficiente  $\mu$ , o que acelera a taxa de inflação.

Em segundo lugar, é possível que o aumento das taxas reais de juros tivesse efeito perverso sobre a inflação, sobretudo a partir do final de 1989, quando a inflação se acelerou.

Mais importante que tudo, desde o início de 1989 espalhou-se a suspeita de que o futuro Governo iria *pregar um calote*, ou pelo menos forçar o alongamento compulsório da dívida interna, o que efetivamente ocorreu no Plano Collor. Isso não significava a recusa dos títulos públicos, mas, em economês popular, na transformação de parte da poupança em moeda remunerada. Mais precisamente, no aumento da velocidade-renda de  $M_4$ , ou seja, numa diminuição de  $k$ .

Com  $k$  variando, a equação (13) deve ser substituída por:

$$\frac{\dot{M}_4}{M_4} = p + y + \frac{\dot{k}}{k}$$

Uma queda contínua de  $k$  equivale a uma queda de  $y$ , ou um aumento de  $h$  na equação (16), abrindo caminho para uma hiperinflação.

#### 4. Déficit Público e Inflação

Pelo que se viu na seção anterior, numa economia onde a relação  $M_4/\text{PIB}$  seja igual a  $k$ , o déficit primário seja uma fração  $g$  do produto e a taxa real de juros igual a  $r$ , a taxa de inflação converge para  $p$ , a menor das raízes da equação:

$$(p+r)e^{-\mu(p+r)} = \frac{g}{k} + (r-y)(1-f(r)) \quad (18)$$

onde  $y$  designa a taxa de crescimento do produto real. O modelo admite que todo imposto inflacionário seja capturado pelo Governo, isto é, que a expansão de  $M_1$  seja igual ao déficit público menos a colocação líquida de novos títulos públicos. Se parte do imposto inflacionário for arrecadada pelo setor privado, isto é, se o déficit público for financiado pela expansão da base monetária mais colocação de títulos, o primeiro membro da equação (18) deve substituir-se por  $m^{-1}(p+r)e^{-\mu(p+r)}$ , onde  $m$  indica o multiplicador da base monetária.

Uma primeira questão a investigar é qual o maior déficit primário que pode ser financiado permanentemente sem inflação. Isso exige que a menor das raízes da equação (18) seja igual a zero, ou ainda que:

$$re^{-\mu r} = \frac{g}{k} + (r-y)(1-f(r))$$

ou seja:

$$g = \text{máx} \{ k(re^{-\mu r} + (y-r)(1-f(r))) \} \quad (19)$$

Se a economia mantiver-se estagnada, isto é, se  $y = 0$ , o segundo membro da equação (19) será menor ou igual a zero, de acordo com a relação (8), o que significa que nenhum déficit primário permanente pode ser financiado sem inflação a valerem as hipóteses do modelo. Numa economia em crescimento, um pequeno déficit primário pode ser acomodado sem inflação. Tomando  $r = y$  na equação (19), conclui-se que:

$$g \geq kye^{-\mu y} \quad (20)$$

A questão pode ser reformulada em termos de relação déficit total/PIB

$$d = g + k(r(1-f(r)) - e^{-\mu r})$$

onde a segunda parcela do segundo membro representa a relação entre os juros da dívida pública e o PIB. Indicando por  $r^*$  a taxa real de juros que maximiza  $g$  na equação (19), conclui-se que:

$$d = ky(1-f(r^*)) \quad (21)$$

A discussão anterior simplesmente reproduz a clássica conclusão de Domar, renovada pela análise de Sargent-Wallace. Para que o déficit público possa ser financiado permanentemente sem inflação é preciso que a taxa de crescimento da dívida pública não exceda a do crescimento do produto real.

Que déficit pode ser financiado sem inflação, numa economia em crescimento e com a conta corrente externa equilibrada, é algo que dificilmente vai além de 1% do PIB. A título de exemplo, suponhamos na equação (21) que a relação  $M_4/\text{PIB}$  seja 40%, a taxa de crescimento do produto real  $y = 4\%$  ao ano e  $1 - f(r) = 0,5$ , isto é, que metade de  $M_4$  se destine ao financiamento do déficit público. No caso, o déficit máximo financiável sem inflação é de apenas 0,8% do PIB.

Para efeitos práticos convém analisar o que acontece quando  $y = 0$ , isto é, como o produto real mantém-se estagnado, hipótese plausível tanto em tempos de hiperinflação como na fase inicial dos programas de estabilização. Para tanto, notemos que a relação déficit operacional/PIB é dada por:

$$d = g + kr (1 - f(r) - e^{-(p+r)})$$

Isto posto, pela equação (18) a taxa de inflação de equilíbrio será dada por:

$$pe^{-(p+r)} = \frac{d}{k}$$

ou ainda:

$$pke^{-(p+r)} = d \tag{22}$$

Trata-se de uma conclusão clássica, já que  $ke^{-(p+r)}$  é a relação  $M_1/\text{PIB}$  (ou base/PIB, caso parte do imposto inflacionário seja arrecadada pelos bancos privados). Na ausência de poupanças externas e com a dívida pública constante, em termos reais, o déficit operacional deve ser financiado pela arrecadação do imposto inflacionário.

## 5. Um Modelo Monetário com Perpetuidades Indexadas

Refaçamos o modelo da Seção 3, supondo que os títulos da dívida pública sejam perpetuidades indexadas. Isso significa que os títulos rendem uma taxa de juros nominal igual a  $p^* + R$ , onde  $p^* = p$  no caso da indexação instantânea, e  $p^* = p - 1$  no caso da indexação defasada. Se supusermos  $R$  constante no tempo, a taxa real de juros a curto prazo  $r$  é igual à taxa de longo prazo  $R$ , recaindo-se no modelo da Seção 3. O problema é que, agora,  $R$  pode variar. Isso altera o modelo da Seção 3 em três aspectos:

a) a taxa real de juros  $r$  de curto prazo passa a diferir (em geral para menos) da taxa real  $R$  de longo prazo;

b) o coeficiente  $\mu$  de amortecimento da demanda de  $M_1$  com a taxa nominal de juros diminui, pela aversão ao risco, já que as taxas de curto prazo deixam de ser garantidas pelo Banco Central; trata-se do efeito Tobin, na teoria monetária Tobin-Baumol;

c) a dívida pública se desvaloriza com o aumento de  $R$ . Como  $T$  é inversamente proporcional a  $R$ , a taxa de desvalorização é igual a  $T\dot{R}/R^2$ .

Esses três fatores, levados em conta, transformam a equação (14) da seção 3 em:

$$(1 - f(r))(p + y) = \left(p^* + R - \frac{\dot{R}}{R^2}\right) \left(1 - f(r) - e^{-\mu(p^* + r)}\right) + \frac{g}{k} + f'(r)\dot{r} \quad (23)$$

Essa equação ajuda a explicar a eficiência das operações de mercado aberto no combate à inflação, no regime de taxas de juros fixas e no regime das taxas flutuantes.

Primeiro, fica claro que a política de mercado aberto não se destina a combater a inflação a longo prazo, quando  $R$  e  $r$  mantêm-se estáveis, é quando  $\dot{R} = \dot{r} = 0$ . O objetivo é combater a inflação a curto prazo, elevando as taxas de juros, ou seja, atuando sobre as suas derivadas em relação ao tempo. Há aí dois efeitos, que se detectam na equação (22): o primeiro, que só existe no caso da dívida pública de longo prazo, é reduzir o valor dessa dívida, diminuindo, portanto, a oferta de  $M_4$ . O segundo, já indicado na Seção 3, é o efeito *crowding-out* do setor privado, assinalado no último termo do segundo membro da equação (23).

Obviamente, o que significa curto e longo prazos em termos de anos solares ou siderais é algo que o modelo não define. O curto prazo pode ser bastante prolongado se a demanda de  $M_4$  crescer com a taxa real de juros (o que equivale a um alargamento do efeito *crowding-out* no modelo da Seção 3), ou se um aumento da taxa de juros atrair capitais estrangeiros para o financiamento do déficit público (o que parece bem mais relevante no caso dos Estados Unidos, da Inglaterra e da Itália que no do Brasil). De qualquer forma, a menos que a relação  $M_4/\text{PIB} = k$  cresça continuamente, o que se analisará na Seção 8, déficit público e inflação parecem irmãos gêmeos a longo prazo, como indica a equação (22).

## 6. Mercado Aberto à Brasileira

Por que o mercado aberto em todo o mundo estabiliza a inflação, e por que não necessariamente o mesmo ocorre no Brasil? — é uma boa pergunta. O ponto fundamental é a diferença do *modus operandi*. Nos países desenvolvidos, o Banco Central compra ou vende títulos do Governo quando bem entende. Os intermediários financeiros carregam títulos públicos de médio e longo prazos, e financiam-se a curto prazo com recursos do público e com operações interbancárias. Estas últimas determinam a taxa do *overnight*, que é a taxa de troca de reservas por um dia entre as instituições financeiras. O Banco Central, na melhor das hipóteses, pode ser usado para zerar as contas das instituições financeiras, mas a taxas de redesconto punitivas.

No Brasil, o Banco Central é que fixa a taxa de *overnight*, garantindo ao mercado a compra e a venda de qualquer volume de títulos públicos a essa taxa. Mais ainda, desde que

se inventou a LFT, um aumento da taxa de juros não infringe qualquer perda aos carregadores de títulos.

É intuitivo que isso equivale à criação de moeda remunerada, ou seja, sobre a qual não se arrecada imposto inflacionário. Alega-se frequentemente que o defeito do sistema é tornar endógena a oferta de  $M_1$ . Essa alegação é um equívoco, pois o que importa, para determinar a taxa de inflação, é a variação nominal de  $M_4$  e de sua velocidade-renda. O problema é que a garantia simultânea de rentabilidade e liquidez nos títulos públicos baixa a relação  $M_1/\text{PIB}$  (ou base/PIB), o que no modelo das seções anteriores equivale a uma redução do coeficiente  $\mu$ , e que eleva consideravelmente a taxa de inflação de equilíbrio.

A substituição das LFTs por LTNs e BTNs e a fixação da taxa de *overnight* pelo próprio sistema financeiro eram esperadas para amoldar o mercado aberto brasileiro ao modelo internacional. Curiosamente, o Plano Collor seguiu um caminho inteiramente diferente.

## 7. A Surpresa do Plano Collor

O seqüestro de quase 80% da liquidez de  $M_4$  anunciado em 16 de março de 1990 surpreendeu a opinião pública não apenas pela ousadia das medidas provisórias, mas pela sua imprevisibilidade teórica. Com efeito, a aceleração da inflação no final do governo Sarney devia-se a dois fatores: ao crescimento nominal de  $M_4$  e ao aumento de sua velocidade-renda, pelo temor de algum calote na dívida interna. Mantendo as regras do jogo e reduzindo a liquidez do *overnight*, a velocidade-renda de  $M_4$  cairia naturalmente, pela renovação da confiança: indivíduos e empresas, que há um ano fugiam dos títulos públicos, voltariam a comprá-los, mesmo sem a liquidez das LFTs. Por certo, seria necessário interromper o crescimento de  $M_4$  em termos nominais para conseguir um tratamento de choque da inflação. Isso exigiria que se fizesse com os ativos financeiros o que se fez com os salários: corrigi-los monetariamente pela inflação corrente e não pela inflação passada. Obviamente, o déficit operacional do Governo deveria ser zerado para estancar a expansão de  $M_4$ . Possivelmente, valeria alguma medida cautelar contra a eventual queda da demanda de  $M_4$  com a queda da inflação, o que em parte se pode atribuir à ilusão monetária (saques das cadernetas de poupança para consumo com inflação zero), à persistência das expectativas inflacionárias (o que dá no mesmo) ou à maior demanda de crédito pelo setor privado quando baixam as taxas de inflação e, conseqüentemente, à variância dos preços. É muito provável que, com a restauração da confiança nos títulos públicos, a velocidade-renda de  $M_4$  caísse o bastante para compensar todos os efeitos. De qualquer forma, o Governo poderia precaver-se, estabelecendo incidências transitórias do IOF sobre o saque de ativos financeiros a curto prazo.

A solução adotada certamente foi muito mais segura, se o objetivo era zerar a inflação no primeiro mês de governo. Com 80% de seqüestro da liquidez, só se poderia esperar o aborto da inflação, um mergulho na recessão, mais uma formidável confusão no funcionamento da economia. Tudo isso ocorreu. De fato, só o aumento real de salários, resultante do reajuste de 72,8% em março, evitou o que seria natural nessas condições — uma acentuada deflação.

Em compensação, o Governo criou imensos problemas de administração da economia a médio e longo prazos. Primeiro porque gerou-se um problema de credibilidade. O que é agora a demanda de  $M_1$ ,  $M_2$ ,  $M_3$  e  $M_4$ , ninguém mais sabe. Havia indivíduos com milhões de cruzados novos na caderneta de poupança, mas que não pretendiam gastá-los, pelo menos no horizonte visível. Ou seja, tratava-se de uma parcela de  $M_4$  com velocidade de circulação ínfima. O seqüestro decretado pela Medida Provisória 168 garante que essa velocidade de circulação continuará ínfima por 18 meses. Mas e depois? É possível que os titulares da caderneta continuem acreditando na aplicação, é possível que se vinguem consumindo mais ou fugindo para o dólar. Nesse momento, para evitar o pior, seria preciso uma emenda constitucional proibindo qualquer reforma monetária sem lei complementar, o que impediria um segundo Plano Collor. Ou seja, o Governo agora tem que manobrar as torneiras da liquidez no escuro, pois apagou a memória econométrica do País. No final de abril esse problema já era visível. As empresas se livraram dos cruzados novos congelados muito mais depressa do que se poderia imaginar, havia excesso de liquidez e de demanda em alguns setores, falta em outros tantos, e o emperramento do sistema financeiro não deixava que a liquidez fluísse como um sistema de vasos comunicantes. A essa altura, o Banco Central precisava administrar não apenas uma, mas centenas de torneiras setoriais.

Segundo, em matéria de administração financeira, o Governo não deu maiores mostras de sagacidade. Reajustou as cadernetas de poupança de abril em 84%, quando a inflação do mês, medida de ponta a ponta, foi praticamente zero. Com isso agravou o déficit do Fundo de Compensação de Variações Salariais, inutilizou o confisco de 8% do IOF sobre o saldo das cadernetas, e criou um grave preceito para demandas salariais. No mais, o *overnight* continua funcionando exatamente pelas regras antigas, obviamente com taxas mais baixas, mas com o mesmo vício de concepção: o Tesouro deve remunerar todo o excesso de reservas bancárias.

Terceiro, o déficit do Tesouro foi exorcizado a curto prazo, com as pesadas (e às vezes absurdas) incidências do IOF na primeira transação com ativos financeiros. A longo prazo continuam os problemas das despesas de pessoal da União, da Previdência Social e das transferências constitucionais para os estados e municípios. O longo prazo começa em 1991.

Quarto, o salário mínimo real deverá ser reajustado, daqui para a frente, de 6,09% ao bimestre. Isso equivale a 42,6% ao ano de aumento real, ou 489% de aumento real em cinco anos. Trata-se de uma proposta comovente, mas que não se casa com a aritmética econômica. Inclusive pela vinculação das despesas da Previdência com o salário mínimo.

Depois de um ciclo de hiperinflação, um mês de estabilidade de preços parece um grande triunfo. Só que isso já aconteceu no Plano Cruzado, no Plano Bresser e no Plano Verão. É cedo para soltar foguetes. O Plano Collor, até agora, lembra o sucesso alemão na batalha das Ardenas. Um grande lance tático, mas sem apoio estratégico.

## 8. Observações Finais

Os modelos desenvolvidos nas Seções 3 e 5 partem de hipóteses que podem ser questionadas: a procura de  $M_4$  é proporcional ao produto nominal  $PY$ ; a relação  $M_1/M_4$  é dada por  $e^{-\mu t}$ ; as expectativas formam-se pela fórmula de Cagan; o Governo apropria-se de

toda a arrecadação do imposto inflacionário, e assim por diante. As principais conclusões, no entanto, independem dessas hipóteses particulares.

Para chegar praticamente às mesmas conclusões, no entanto, basta uma tautologia e uma hipótese econômica. A tautologia é a identidade de financiamento do déficit operacional:

Déficit operacional = Aumento da dívida líquida real do Governo + Aumento real da base monetária + Arrecadação do imposto inflacionário

Este último sendo igual a  $B/P\pi$ , isto é, a base monetária real vezes a taxa instantânea de inflação.

A hipótese econômica é que a procura de base monetária seja função decrescente da taxa nominal de juros:

$$B = cPY h(i) = cPY h(\pi^* + r) \quad (h'(i) < 0) \quad (24)$$

A tautologia fornece a conhecida receita monetarista de estabilização: o déficit operacional deve ser inteiramente financiado pelo aumento da dívida líquida real do Governo (interna e externa) mais o aumento real da base monetária. Supondo que não se possa contar com essas fontes de financiamento, chega-se à receita fiscal da estabilização: zerar o déficit operacional.

O problema é que nem sempre é fácil conseguir esse acerto de contas. Pode sobrar uma parcela  $qY$  de déficit operacional a ser financiada pelo imposto inflacionário e, nesse caso, a taxa de inflação fica determinada pela equação:

$$\pi ch(\pi^* + r) = q \quad (25)$$

ou em equilíbrio, supondo  $\pi = \pi^*$ :

$$\pi ch(\pi + r) = q \quad (26)$$

o que daí resulta, em termos de taxa de inflação, depende da forma da equação (24). Uma redução do parâmetro  $c$  pode elevar brutalmente a taxa de inflação de equilíbrio para uma certa fração  $q$  do déficit monetizado.

O que aconteceu no Brasil, em termos de escalada da inflação, na década de 80, foi a conjugação de três fatores. Primeiro, o Brasil deixou de contar com poupanças externas para financiar o déficit público, uma fonte importante de absorção do aumento da dívida líquida do Governo. Segundo, o custeio do Governo aumentou substancialmente no período Sarney. Terceiro, o *modus operandi* do mercado aberto deve ter deslocado para a esquerda a curva da demanda da base monetária, o equivalente a uma redução do parâmetro  $c$  da equação (24).

Essa redução é evidente quando se analisa a arrecadação do imposto inflacionário nos últimos 40 anos. É claro que um aumento da taxa de inflação reduz a relação base/PIB; mas, se a demanda de base monetária não se deslocar, a arrecadação do imposto inflacionário

deve crescer com o aumento da taxa de inflação. Nesse sentido, os dados indicam um evidente deslocamento para a esquerda da curva de demanda de base monetária. Em 1958, com uma inflação de 24,1% ao ano, a arrecadação do imposto inflacionário foi 2,27% do PIB; em 1984, os 223,8% anuais de inflação arrecadaram um pouco menos de imposto inflacionário, 2,23% do PIB. No auge da inflação do governo Goulart, 81,3% ao ano em 1963, o imposto inflacionário coletou 5,04% do PIB, muito mais do que o governo Sarney em 1987, apesar dos 415,8% de inflação. (Simonsen e Cysne – *Macroeconomia*, pp. 136-7). A lição é que, hoje, os agentes econômicos dispõem de muito melhores mecanismos de defesa contra a inflação do que há 30 anos. Só que isso faz com que um mesmo déficit monetizado provoque uma inflação muito maior.

Como dar um tratamento de choque à inflação nessas circunstâncias é um problema que merece discussão. Em princípio, a receita parece assentar-se sobre o tripé:

- a) eliminar o déficit operacional;
- b) congelar  $M_4$  em valores nominais;
- c) congelar temporariamente preços e salários.

Obviamente, para congelar  $M_4$  em termos nominais é preciso estender aos ativos financeiros a mesma regra adotada para os salários: substituir a indexação da inflação passada pela indexação da inflação corrente estimada. A queda da taxa nominal de juros, decorrente do choque, deve provocar a monetização da economia, em termos de aumento de demanda de base monetária e  $M_1$ . Isso deve ser compensado por igual resgate da dívida pública, o que deixaria  $M_4$  inalterado e pouparia os juros da dívida interna que oneram o déficit operacional.

Não há evidência, no caso brasileiro, de que isso não daria certo. O Plano Cruzado congelou preços, mas aumentou salários reais, 8% em geral, e 15% no caso do salário mínimo. Além disso,  $M_4$  expandiu-se 30% no primeiro mês do Plano, o que significava uma orgia de remonetização, e o déficit operacional não havia sido eliminado. Situações análogas ocorreram no Plano Bresser e no Plano Verão.

Uma hipótese que não pode ser descartada é a de que, após um tratamento de choque da inflação, a relação  $k = M_4/PY$  entre a demanda de  $M_4$  e o PIB caia. Isso pode ser o resultado de diferentes efeitos. Primeiro, é possível que a demanda de  $M_4$  dependa do PIB e da taxa real de juros percebida, isto é:

$$M_4 = kPY z(r) = kPY z(i - \pi^*) \quad (25)$$

O choque baixa a taxa de juros nominal, mas não necessariamente reduz a taxa de inflação esperada no mesmo compasso, sobretudo após três experiências fracassadas de combate heterodoxo à inflação, as dos planos Cruzado, Bresser e Verão.

Uma segunda possibilidade, teoricamente pouco atrativa, mas não necessariamente irrelevante do ponto de vista prático, é que os poupadores sofram ilusão monetária, e a evidência empírica são os saques das cadernetas de poupança sempre que a inflação baixa consideravelmente.

Uma terceira possibilidade é que os ativos financeiros sejam encarados como um *hedge* contra a variância dos preços relativos, que costuma ser tanto mais alta quanto maior

a taxa de inflação. Nesse caso, a estabilização dos preços diminui a demanda de  $M_4$ , pela desnecessidade do *hedge*.

Admitindo que a demanda de  $M_4$ , como proporção do PIB, caia quando um choque reduz a inflação a zero, ou a quase isso, surge uma complicação ainda não enfrentada: o choque de estabilização, além de congelar preços e salários e eliminar o déficit operacional do setor público, precisará não apenas congelar, mas reduzir a oferta nominal de  $M_4$ . Se a dívida pública for representada por títulos de longo prazo, a solução é relativamente simples: basta elevar a taxa real de juros, o que pouco afetará o déficit operacional, e reduzirá, pela desvalorização dos títulos, a oferta de  $M_4$ . Instrumentos complementares são a geração de um superávit operacional e a contração nominal do crédito ao setor privado (como foi feito no Plano de Estabilização de Israel).

A lógica do Plano Collor, de seqüestrar 80% da liquidez de  $M_4$  em 16 de março de 1990, só se pode encontrar nessa hipótese, a de que a demanda de  $M_4$  como proporção do PIB caia com a taxa de inflação. Salvo efeitos pirotécnicos, no entanto, é difícil acreditar que o seqüestro da liquidez precisasse ser tão violento. E devolvido com tanta rapidez nos dois meses subseqüentes.

Infelizmente, o Plano se esqueceu de um pormenor essencial, o seqüestro cortou a oferta de  $M_4$ , mas também abalou a demanda de ativos financeiros, ou seja, encolheu a curva da demanda de  $M_4$ , não se sabe exatamente em que proporção. A demanda talvez se reduzisse pela queda abrupta da taxa de inflação. Só que, agora, se encolheu também pelo desmantelamento da confiança no direito de propriedade. O Governo promete devolver o que seqüestrrou, salvo as incidências do IOF. Resta saber se o público, depois dessas travessuras, preferirá ficar na poupança ou migrar para o dólar ou para o consumo.

No campo salarial, como se viu anteriormente, o Plano Brasil Novo é de uma generosidade comovente, mas pouco compatível com um programa de estabilização. A reforma administrativa é cheia de efeitos pirotécnicos, mas pouco promete em matéria de redução do déficit público. As contas do Governo parecem bem equacionadas para 1990, mas não necessariamente para os períodos subseqüentes.

A privatização é uma promessa. Só que o Plano Brasil Novo pretende implantá-la à força, enfiando os certificados de privatização pela goela das instituições financeiras. Melhor seria deixar que os titulares de cruzados pudessem comprar ações de empresas estatais reunidas num fundo fechado.

O que mais impressiona no Plano Collor é a sua ambigüidade ideológica. A idéia é inserir o Brasil no Primeiro Mundo sob a égide da competitividade e da privatização. Só que, no meio tempo, os capitalistas são tratados aos trancos, não apenas quando merecem o tratamento de marginais por descumprirem a lei ou sonegarem impostos. Mas, sobretudo, porque têm que se conformar com atos de príncipe, como aceitar um seqüestro de 80% dos seus ativos financeiros decretado da noite para o dia. O presidente Collor tem toda a razão para querer um capitalismo sadio, baseado na concorrência e na eficiência, e não nas muletas dos cofres públicos. Mas precisa compreender que nenhum capitalista sadio investe num país onde as regras do jogo mudam de acordo com os humores do soberano. O capitalismo eficiente aceita riscos de mercado. Mas não riscos políticos.