

IN: O MERCADO E O ESTADO NO
DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO NOS
ANOS 90

ÁLVARO ANTÔNIO ZINI JR. ORG.
BRASILIA: IPEA, 1993

Reforma Monetária, Intervenção Estatal e o Plano Collor

Álvaro Antônio Zini Júnior*

O plano Collor e o congelamento dos ativos financeiros ganharam as manchetes da imprensa em março de 1990 e surpreenderam a população pelo bloqueio da poupança. Embora o episódio seja um exemplo extremado de intervenção estatal, as reformas monetárias *per se* são eventos recorrentes na história econômica. Entre 1944 e 1950, por exemplo, foram implementadas 24 reformas monetárias na Europa e na Ásia, mas estão quase esquecidas. No Brasil, impostos de capital sobre os ativos financeiros, sob a forma de indexação incompleta, ocorreram desde a metade da década de 70 sem muita publicidade.

Há épocas em que violações dos contratos existentes são a decorrência inevitável de impasses econômicos e políticos; o domínio monetário é particularmente talhado para esse tipo de ação pública, dada a complexidade de seu funcionamento. Em muitos desses episódios, as lições aprendidas com experiências anteriores são ignoradas, como ocorreu no plano Collor. Este texto trata de questões levantadas pelo programa antiinflacionário do presidente Fernando Collor de Mello no Brasil, e discute os frágeis alicerces da reforma monetária por ele tentada. Embora o texto trate de problemas econômicos e financeiros do Brasil, também lida com questões conceituais sobre reformas monetárias devido à pouca discussão sistemática sobre o tema. A análise é apresentada em quatro partes: retrospectiva do

* Do Departamento de Economia da Universidade de São Paulo. O autor agradece os comentários de Paulo de Tarso Presgrave Leite Soares, Fábio Giambiagi, Guilherme Leite da Silva Dias, Amauri Bier, Laura Guarnieri, Carlos A. Luque e José Roberto Mendonça de Barros. As opiniões expressas no trabalho e os erros e omissões remanescentes são de responsabilidade do autor.

desempenho econômico do Brasil; dinâmica da inflação; o plano Collor; e um arcabouço para uma reforma monetária no Brasil.

XII.1 - A Economia Brasileira na Década de 80

A economia brasileira experimentou um alto crescimento na década de 1970. A taxa média de crescimento a preços constantes foi de 8,6% ao ano, liderada por um forte desempenho do setor industrial. O produto industrial cresceu por um fator de 2,4 entre 1970 e 1980 e a renda *per capita* avançou de aproximadamente US\$ 1.170 para US\$ 2.100 nesse intervalo, em dólares de 1990. Em contraste, durante a década de 80 a taxa média de crescimento caiu para 1,5% ao ano e a renda *per capita* caiu para US\$ 1.970 em 1990. Neste mesmo ano, o PIB real era 15,6% maior do que em 1980, mas a renda *per capita* havia caído 6% — dados do Banco Central (1991, p. 19).

Esse desempenho contrastante foi o resultado de causas internas e externas — no terreno político, a falta de um projeto político hegemônico para a nação; na arena econômica, o desmantelamento do padrão de financiamento da economia estabelecido na década de 1970, precipitado pelos choques externos de 1979-80 e a reversão do fluxo de créditos externos. A estrutura de financiamentos, moldada com as reformas bancárias de 1964-65, canalizava poupanças interna e externa para os investimentos públicos e privados, ancorada na intermediação financeira realizada pelo Estado. O racionamento dos créditos externos significou que o fluxo de financiamentos externos tinha de ser substituído, e que a economia precisava gerar um superávit de recursos reais, em um curto período de tempo, para transferência ao exterior. Devido ao aperto de crédito e às mudanças na lucratividade que se seguiram ao aumento nos preços do petróleo, os investimentos caíram e acumularam-se pressões sobre o setor público, que foram traduzidas em déficits orçamentários. O dilema fiscal foi agravado no processo porque a economia não tem um mercado de capital maduro para financiar empréstimos de longo prazo (que financiasse o déficit) levando, assim, à instabilidade macroeconômica e à inflação. A subida da inflação acrescentou novos problemas e contribuiu para esgotar os esquemas de financiamento preexistentes.

Os indicadores do desempenho da economia brasileira na década de 90 são apresentados na Tabela 1. Alguns elementos devem ser evidenciados. Primeiro, o desempenho foi fraco mas

manteve — com um pequeno ganho — o produto agregado no patamar que havia alcançado em 1980; segundo, a inflação alcançou níveis exorbitantes no final da década, estando fracamente correlacionada ao déficit operacional do setor público; terceiro, a conta corrente mostra uma reversão robusta entre 1983 e 1985, que foi sustentada na segunda metade do período; e quarto, os indicadores sociais se deterioraram e a concentração de renda aumentou. A baixa taxa de desemprego oculta parte dos problemas no mercado de trabalho porque os trabalhadores deslocados do setor formal para o informal estão ocupados, embora em condições mais precárias de trabalho. Estima-se que o setor informal responda por 12-14% do PIB e absorva aproximadamente 23-25% da força de trabalho [Cacciamali (1991)].

A política econômica nos anos 80 foi uma sucessão de tentativas de ajustar a economia, com a ênfase variando entre o equilíbrio externo e o interno. Períodos de redução na absorção para equilibrar a conta corrente foram seguidos de períodos de crescimento doméstico para acalmar grupos de pressão, e períodos de política monetária restritiva em programas de combate à inflação. A sucessão de planos e terapias com ênfase contrastante não resultou nem em equilíbrio interno nem externo. Uma pequena recapitulação das políticas econômicas entre 1985 e 1990 ilustrará essa oscilação.

A transição de poder para os civis em 85 implicou um compromisso renovado com a promoção do crescimento e a criação de empregos. A rápida expansão da demanda interna, somada aos efeitos de uma seca no final daquele ano, acelerou os aumentos de preços. Em fevereiro de 1986 foi editado o plano Cruzado para combater a inflação. Os preços e salários foram congelados nos níveis médios preexistentes, e um sistema popular de vigilância de preços foi estabelecido. A oferta monetária foi expandida para recomprar parte da dívida interna existente e prover a economia com liquidez requerida pelo aumento da demanda por moeda que se segue às reduções acentuadas na inflação. A demanda agregada, crescente desde 1984, ganhou impulso e os salários cresceram. No segundo semestre desse mesmo ano, o pleno emprego foi quase alcançado. Dado o controle de preços, os problemas de abastecimento passaram a se multiplicar e surgiu um significativo mercado negro com a cobrança de ágio. Em novembro, um esquema mal concebido para aumentar as

TABELA 1

Brasil Principais Indicadores Econômicos

	1980-82	1983-85	1986-88	1989	1990	1991
Performance						
Valor do PIB ^a (US\$ bilhões)	376	382	449	469	451	455
Crescimento do PIB (%)	1.8	3.3	3.7	3.3	-4.0	1.0
Renda real <i>per capita</i> (1980 = 100)	95	90	100	100	94	93
Inflação ^b (%)	102	223	506	1783	1477	418
Balança de pagamentos (\$ bilhões)						
Balança comercial	-0.3	10.7	12.9	16.1	11.0	10.6
Pagamentos de juros e lucros (líquido)	-9.3	-10.7	-10.6	-12.0	-10.6	-9.5
Conta corrente	-13.6	-2.3	-0.9	1.0	-2.2	-2.0
Indicadores do setor externo						
Dívida externa (US\$ bilhões)	75	100	115	115	121	128
Dívida externa/PIB ^c (%)	29	47	39	26	25	32
Exportações/PIB (%)	8.2	11.7	9.2	7.6	6.6	7.8
Importações/PIB (%)	8.3	6.7	4.9	4.1	4.3	5.2
Taxa de câmbio real ^d						
Deflacionada por preços no atacado	88.0	89.3	86.8	63.6	59.8	71.9
Deflacionada por preços ao consumidor	88.9	109.8	114.4	82.2	73.2	85.5
Indicadores sociais						
Taxa de desemprego (%)	7.0	6.4	3.7	3.4	4.1	4.6
Emprego industrial em São Paulo ^d	93.9	83.8	97.9	98.3	96.3	89.5
Salário médio na indústria em São Paulo ^d	99.0	87.2	115.8	112.5	87.2	67.8
Coefficiente de Gini	0.584	0.590	0.595	0.603	n.a.	n.a.

Notas: ^a Em dólares constantes de 1990.

^b Inflação medida pela variação do IPG-DI da FGV de dezembro a dezembro.

^c A preços correntes.

^d 1980 = 100.

Fontes: Contas nacionais: IBGE (1991); contas do setor externo: *Brazil, Programa Econômico*, vol. 31; taxa de desemprego: BGE; emprego e salário em São Paulo: FIESP e *Conjuntura Econômica*; taxa de câmbio real: Zini (1992); coeficiente de Gini de concentração de renda: PNAD-IBGE (1991).

receitas federais, por meio de um acentuado aumento na tributação sobre bens não-essenciais (300% para os automóveis), pôs fim ao congelamento de preços. A elevação dos impostos, seu *timing* e o estado superaquecido da economia, tudo se combinou para realimentar a inflação e dar adeus ao plano Cruzado.

O ano de 1987 começou com uma inflação ascendente e um superávit comercial minguante, que levou à declaração de uma moratória sobre os pagamentos da dívida externa em fevereiro. Uma mudança de marcha se fazia necessária. Em março, foi nomeado um novo ministro da Fazenda (Bresser Pereira), que adotou medidas para reprimir a demanda interna e cortar os salários reais. O superávit comercial melhorou no segundo semestre, conseqüência de uma demanda doméstica mais fraca e uma desvalorização real da taxa de câmbio. Um novo congelamento de preços foi introduzido em junho (o plano Bresser), mas a falta de sustentação política para cortar o déficit público e renegociar as dívidas externa e interna evitou que se obtivesse um ganho consistente contra a inflação. No final do ano, os aumentos de preço pularam para 20% ao mês.

Em 1988, outro ministro da Fazenda — Maílson da Nóbrega — assumiu o cargo e adotou duas metas para a política econômica: estabilizar a inflação (num patamar alto, de 15-20% ao mês), e liquidar os atrasados nos pagamentos externos. Um programa de conversão de dívida foi iniciado em março e converteu aproximadamente US\$ 6 bilhões durante o ano. Em virtude do cenário e dos preços externos favoráveis, e de um bom desempenho do setor exportador, o superávit comercial alcançou US\$ 19 bilhões. Mas o governo não foi capaz de diminuir seu déficit nem controlar a oferta monetária, devido àquele programa e ao superávit externo. No segundo semestre a inflação voltou a crescer.

Uma terceira tentativa de combater a inflação, baseada num congelamento de preços-salários, foi levada a cabo em 1989: o plano Verão. O governo prometeu cortar o déficit público e adotou uma política de altas taxas de juros reais para reprimir a demanda agregada e estimular a poupança. Contudo, os resultados foram decepcionantes. As altas taxas de juros reais realimentaram a inflação por meio de um efeito riqueza sobre os poupadores, o que levou a mais gastos; por meio de um efeito preço, causado pelo repasse das maiores taxas de juros aos

consumidores; e, por seu impacto sobre o déficit e a dívida pública, já que as despesas com juros foram acrescidas. Ainda nesse ano, ocorreu também a primeira eleição presidencial livre desde 1960, e o presidente José Sarney usou uma administração complacente do orçamento fiscal como meio de terminar seu mandato. No quarto trimestre, a inflação se acelerou, atingindo taxas acima de 50% ao mês. Entre dezembro de 1989 e março de 90, o Brasil atravessou um período de aceleração hiperinflacionária, embora as interrupções do sistema de trocas e o desabastecimento tenham sido evitados por meio de manobras pragmáticas, por parte da equipe econômica, e defasagens no reajuste dos preços de serviços públicos e da taxa de câmbio.

Por que o Brasil teve uma década de baixo crescimento e políticas instáveis? A resposta está relacionada, em parte, à transição política para a democracia e ao reordenamento das forças políticas do país. Um Estado democrático e suas instituições são conquistas valiosas, a despeito de seus custos a curto prazo. Mas, outra parte da resposta reside no profundo abalo do padrão de financiamento da economia, que havia alavancado o crescimento na década de 70; um processo que antedata o retorno do poder para os civis.

Esse padrão de financiamento dependia da poupança externa para superar imperfeições do sistema financeiro brasileiro, e da poupança doméstica canalizada tanto para o investimento público quanto privado. A dívida externa brasileira cresceu nessa década devido, predominantemente, a déficits na balança de serviços e não a um hiato considerável de recursos reais — a soma das colunas 1 e 2 da Tabela 2, que apresenta o balanço de pagamentos do Brasil de 1970 a 1990, em dólares de 1991 (valores em dólares ajustados pelo índice de preços ao consumidor dos EUA) é uma confirmação disso. A contínua rolagem de dívidas antigas, mais a conta de juros que passou a ser adicionada ao principal, implicou uma conta de serviços financeiros que se tornou bastante onerosa na década de 1980.

Os créditos externos não explicam, destarte, a acumulação de capital em termos macroeconômicos na década de 70. Mas esses créditos tiveram um papel estratégico porque ofereceram prazos mais longos às empresas e ajudaram a diminuir a rigidez no financiamento da formação de capital de empresas privadas e estatais. O Estado completava a engrenagem dando garantias e desempenhando uma função de intermediário financeiro, porque as

empresas brasileiras não tinham grande acesso anterior ao mercado internacional de crédito. Assim, a intermediação do Banco Central, as garantias dos bancos comerciais oficiais, como o Banco do Brasil, ou o financiamento direto de empresas estatais asseguraram o elo entre os créditos externos e as fontes domésticas de financiamento — sobre esse padrão de financiamento ver Tavares (1983), Moura da Silva (1979), e Zini (1982). Quando o segundo choque de petróleo, a subida real da *prime-rate* dos EUA, e a escassez de créditos externos puseram em xeque esse padrão de financiamento, o endividamento do setor privado era elevado, o congestionamento financeiro poderia trazer um risco sistêmico, e assim formaram-se pressões poderosas para que o setor público ombreasse parte dos custos, absorvendo o risco cambial do setor privado e fornecendo crédito barato.

TABELA 2
Balança de Pagamentos, Contas, 1970-91/(US\$ Bilhões de 1991)^a

	Balança comercial	Serviços reais	Serviços financ. ^b	Conta corrente	Conta capital	Varição reservas ^c	Varição da div. externa
1970-73	-1.0	-7.7	-5.7	-14.4	29.5	17.2	24.0
1974-78	-28.5	-19.1	-26.6	-74.2	84.6	16.3	71.9
1979-82	-6.9	-21.2	-53.3	-81.3	57.8	-12.8	41.4
1983-85	41.8	-9.3	-42.1	-9.6	-0.0	10.0	26.3
1986-88	45.8	-12.5	-36.8	-3.5	-21.7	-3.2	10.7
1989-90	29.2	-5.4	-24.3	-0.4	-17.5	0.9	7.9
1970-90	80	-75	-189	-183	133	28	182

Notas: ^a Valores corretos ajustados pelo índice de preços ao consumidor dos Estados Unidos, tomando-se 1991 como ano base (1991 = 100).

^b Serviços financeiros - representa a soma dos pagamentos líquidos com juros, juros e royalties.

^c A soma das colunas 4 e 5 difere da 6 devido aos erros e omissões e, após 1983, pelo financiamento compensatório da balança de pagamentos (FMI e pagamentos atrasados).

Fonte: Autor, com dados do Banco Central, *Relatório Anual*, vários anos.

O *timing* dos choques externos também foi adverso. Muitos dos projetos contemplados no bojo do segundo Plano Nacional de Desenvolvimento-PND-II (1975-79) ficaram prontos em 1980-82. As novas unidades fabris de produção de fertilizantes, produtos químicos e petroquímicos, cobre, bens de capital, etc., requeriam maior proteção tarifária devido ao seu custo de produção interno ser maior que o internacional. Provocaram, assim, mudanças importantes em numerosos preços-relativos, desencadeando pressões inflacionárias (devo esta observação a Guilherme Leite S. Dias).

A contração do crédito externo se traduziu em uma redução da poupança externa, de 5,2% do PIB em 1980-82 para 1,2% em 1983-85 — dados da Tabela 3. A taxa de investimento caiu e o governo agiu no sentido de cortar o déficit público; juntos, os dois movimentos levaram a uma reação positiva na conta corrente. Mas os choques externos e a resposta dada a eles estimularam a inflação e criaram resistências políticas; assim, a prioridade externa foi revertida em 1985 com a volta do poder aos civis. Em 1986-88, o setor público enfrentou novas pressões devido ao restabelecimento da democracia e à votação de uma nova Constituição. A diminuição do déficit público ficou bloqueada.

O investimento em relação ao PIB caiu para 16% em 1983, medidos os preços correntes, mas cresceu para 21% de 1986 em diante. A preços constantes de 1980, contudo, a taxa de investimento manteve-se no nível de 16% de 1983 a 1990 e este número reflete melhor o comportamento real da economia. A diferença entre essas duas séries de valores se deve aos maiores aumentos de preços verificados nos setores de construção e bens de capital, em relação ao deflator do PIB.

Um desdobramento da quebra do padrão de financiamento foi a redução dos empréstimos do setor financeiro às empresas não-financeiras do setor privado. Esses créditos haviam crescido de 14,4% do PIB em 1965 para 48,2% em 75, e permaneceram em torno desse nível até 1979. Com a deterioração do ambiente econômico na década de 80, os empréstimos totais recuaram para 20,7% do PIB em 1985 e para 17,1% em 90 (ver Tabela 4).¹ Essa é uma involução e

1 Calculado a partir de dados apresentados nos *Relatórios Anuais* do Banco Central do Brasil, vários anos. O valor dos empréstimos ao setor privado em final de ano foi deflacionado para seu valor do meio do ano, usando o IGP-DI centrado no final de cada mês.

TABELA 3

Poupança e Investimento em Relação ao PIB (Em %)

	1980-82	1983-85	1986-88	1989	1990
Investimento total/PIB	22.4	17.3	21.4	24.9	21.7
Poupança externa/PIB		5.2	1.2	0.4	-0.2
(-) Conta corrente de não-fatores	-1.1	4.5	3.7	3.3	2.0
(-) Pagamentos para fatores	-4.2	-5.6	-4.1	-3.0	-2.5
Poupança interna/PIB	17.3	16.1	21.0	25.1	21.2
Poupança do setor público ^a	-6.0	-3.9	-4.7	-6.9	1.2
Poupança do setor privado	23.3	19.9	25.7	32.0	20.0
Item de memória ^b					
Investimento a preços de 1980/PIB	21.1	16.5	17.9	16.7	16.0

Notas: ^a Déficit do setor público usando a definição de déficit operacional.

^b O investimento a preços de 1980 difere do seu valor a preços correntes porque os preços de bens de capital e da construção elevaram-se mais do que o deflator do PIB no período.

Fonte: IBGE (1991) e Banco Central do Brasil, *Brasil, Programa Econômico*, vol 30.

TABELA 4

Sistema Financeiro em Relação ao PIB (%)

	1965	1970	1975	1980	1985	1990
Empréstimos ao setor privado ^a /PIB	14.4	31.5	48.2	32.9	20.7	17.1
Participação do setor financeiro na renda nacional	4.4	6.0	6.9	7.8	11.0	11.1

Notas: ^a Valor dos empréstimos às empresas privadas não-financeiras ao final de cada ano deflacionado para seu valor de meio do ano com o IGP-DI, centrado no final do mês.

Fonte: Cálculos do autor com dados do *Boletim do Bacen*, Agosto de 1976; Banco Central, *Relatório Anual*, 1976, 1981, 1986, 1990, e IBGE (1991).

uma evidência da falta de funcionalidade da estrutura financeira em comparação à complexidade das estruturas industrial e comercial que estão instaladas na economia.

As contas públicas foram uma notável fonte de poupança na década de 70, mas passaram a ser deficitárias na década posterior quando as dívidas acumuladas passaram a vencer (ver Tabela 5). A dívida total do setor público cresceu de 15% do PIB em 1975 para 50% em 1982; ou seja, o endividamento público cresceu demais, rápido demais e a prazos muito curtos (em seu componente interno). Alguns observadores dizem que a razão entre o endividamento interno e o PIB é baixa no Brasil em comparação com outros países, mas isso é enganoso por duas razões. Primeiro, a noção aqui apropriada é a de endividamento total. Segundo, a comparação relevante é entre dívida e capacidade de pagamento. A razão entre a dívida federal e a receita tributária não-vinculada (isto é, menos as transferências e vinculações constitucionais) é 3; maior que na Itália e na Holanda, dois dos países europeus mais endividados.

A Tabela 5 mostra que as administrações públicas (ou seja, os estados, municípios e o governo federal mais o sistema de seguridade social) geraram um superávit primário (medido como as receitas totais menos as transferências, subsídios e as despesas correntes) de, em média, 6,6% do PIB entre 1970 e 1979. Esse superávit foi reduzido a 3% na década de 80, ainda positivo, mas então insuficiente para igualar despesas muito mais altas com pagamentos de dívidas e transferências para empresas estatais. Vale a pena enfatizar, não obstante, que foi gerado um superávit primário pelas administrações públicas ao longo de toda a década, apesar de maiores pressões sobre o setor público, para satisfazer demandas sociais. Os déficits consolidados, apresentados na primeira parte da tabela, se explicam, portanto, em grande medida pelo maior endividamento.

As fontes de financiamento que restaram, disponíveis ao governo, foram a emissão de moeda, a colocação de títulos de dívida juntos aos residentes domésticos, e a arrecadação de imposto inflacionário. O governo acreditou que poderia contar com o mercado doméstico, para a colocação de títulos de curto prazo do Tesouro, como uma alternativa não-inflacionária. Mas, esses ativos e os depósitos bancários que os lastreiam são instrumentos inflacionários porque são indexados à inflação e são praticamente

TABELA 5

Indicadores do Setor Público em Relação ao PIB (%)

	1970-79	1980-82	1983-85	1986-88	1989	1990	1991
1. Déficit/PIB							
Déficit primário (superávit)	-	n.d.	(2.4)	(0.5)	1.0	(4.6)	(1.0)
Déficit operacional ^a	-	6.9	3.9	4.7	6.9	(1.3)	2.4
Déficit nominal	-	15.2	24.5	32.2	83.1	29.6	n.d.
2. Endividamento público/PIB	15.0	35.5	49.1	52.4	51.9	48.9	48.0
Dívida interna ^b	-	12.8	19.3	20.3	24.1	18.1	16.0
Dívida externa ^c	-	22.7	29.8	32.1	27.8	30.8	32.0
3. Contas fiscais ^d /PIB							
3.1 Carga tributária total	25.4	24.9	23.1	23.5	21.9	27.4	n.d.
(Impostos diretos)	11.0	11.9	11.9	11.9	11.2	13.1	n.d.
(Impostos indiretos)	14.4	13.0	11.3	11.6	10.8	14.3	n.d.
3.2 Transferências, subsídios e outros	8.6	12.3	10.8	8.0	5.3	6.8	n.d.
3.3 Receita líquida (3.1 - 3.2)	16.8	12.6	12.4	15.5	16.7	20.7	n.d.
3.4 Gastos correntes	10.1	9.5	9.3	11.8	14.3	15.6	n.d.
(Pessoal)	7.2	6.6	6.4	7.7	9.7	10.5	n.d.
(Bens e Serviços)	2.9	2.9	2.9	4.1	4.6	5.1	n.d.
3.5 Superávit primário ^e (3.3 - 3.4)	6.6	3.0	3.1	3.7	2.4	5.0	n.d.

Notas: ^a Os dados do déficit operacional após 1989 são calculados por método diferente que no período anterior.
^b Calculado pelo Banco Central tomando-se o valor do PIB em cruzeiros correntes.
^c Valor médio da dívida externa em cada ano dividido pelo PIB expresso em dólares a preços constantes.
^d Dados das contas nacionais (IBGE); inclui os governos federal, estadual e municipal e a previdência social. Não inclui as empresas estatais.
^e Superávit primário obtido das contas nacionais, antes de deduzir as despesas com juros e com formação de capital. Valores não diretamente comparáveis com o resultado primário consolidado da linha 1 (que inclui as estatais e despesas de capital).

Fontes: Déficit: Brasil, Programa Econômico, vols. 27 e 30; Endividamento: Banco Central, Relatório Anual, 1990; Contas fiscais: autor com dados de IBGE (1991).

tão líquidos quanto os depósitos à vista. Para clarificar esse ponto, a dinâmica da inflação no Brasil é discutida a seguir.

XII.2 - A Dinâmica da Inflação no Brasil

A inflação brasileira nos anos oitenta deve-se ao dismantelamento do padrão de financiamento da economia e ao congestionamento financeiro das contas públicas. Mas, a inflação no Brasil tem um mecanismo de transmissão particular chamado moeda indexada. A indexação generalizada e o aparato que facilita a inflação, ao tornar a oferta monetária endógena, são decisivos para entender a dinâmica da inflação nesse contexto [ver Zini (1989, 1991a)].

A explicação da inflação no Brasil precisa levar em conta elementos micro e macro. No nível macro, a dívida pública doméstica é uma forma de moeda indexada — ela é lastreada por depósitos bancários, que são quase totalmente líquidos e pagam juros para compensar a inflação esperada. A indexação à inflação esperada frustra o controle do fluxo de moeda na economia. Essa relação pode ser expressa com a ajuda de duas equações:

$$M_t V_t = P_t T_t \quad (1)$$

$$M_t = M_{t-1} \cdot E_t(\Delta P_{t+1}) \quad (2)$$

onde M é o estoque de moeda em termos nominais;

V é a velocidade de circulação da moeda;

P é o vetor de preços;

T é o vetor de transações da economia;

E é o operador das expectativas; e

ΔP é a variação do nível de preços.

A equação (2) representa o mecanismo de regeneração diária do estoque de moeda pela indexação à inflação esperada. Moeda aqui são os ativos líquidos a curto prazo, ou aproximadamente M2. Como 70% a 90% (dependendo do ano) de M2 estão indexados à inflação esperada, a oferta de moeda torna-se endógena.

No nível micro, a regra de estabelecimento dos preços seguida pelas firmas determina o ritmo da inflação. A determinação de preço no Brasil usa uma regra conhecida de *mark-up*: o preço

unitário é estabelecido como o custo de produção somado a uma taxa de *mark-up* específica ao produto, que leva em conta a taxa média de *mark-up* no setor e a existência de produtos substitutos próximos, mais um fator extra pela inflação esperada para defender a margem de lucro desejada. Em um ambiente de inflação alta, os parâmetros sobre o *mark-up* médio tornam-se vagos e as noções de preço ótimo (no sentido de maximizar as verdadeiras preferências de produtores e consumidores) passam a um lugar secundário. Esses elementos são reforçados no Brasil pelo pequeno papel que as importações desempenham na oferta agregada.

A dispersão dos preços relativos, as expectativas voláteis e a presença de liquidez folgada induzem as firmas, sejam elas oligopólios ou não, a testar constantemente que preços o mercado pode absorver. Ao aumentar os preços, as firmas enviam pressões de custo para outros preços e isso se reflete na inflação esperada. Os indicadores de inflação captam a subida nos preços e transmitem a informação à taxa de juros diária paga no *overnight*, inflando o estoque de moeda indexada. Portanto, à medida que a oferta de moeda sobe, os preços mais altos são referendados.

Do ponto de vista dos participantes do mercado, a noção de moeda, que corrobora esse comportamento de fixação de preços, é a de ativos líquidos disponíveis a curto prazo; *grosso modo*, os meios de pagamento mais os depósitos no *overnight* (M2). A terapia monetarista tradicional de restringir a expansão da base monetária é insuficiente nesse contexto, dada a pequena relevância da base ou de M1 em relação ao PIB (ver taxas de inflação na Tabela 6 e os agregados monetários nas Tabelas 7 e 8).

Uma objeção ao raciocínio sobre a moeda endógena toma uma definição de livro-texto de moeda e argumenta que só os meios de pagamento (M1) têm poder liberatório na compra de bens. Mas, este enfoque não se dá conta que as firmas adotam um sistema de apreçamento baseado no teste do preço que o mercado aceita. E essa ligação não é rompida enquanto a liquidez continua a ser auto-regenerativa e a indexação dos depósitos de curto prazo, preservada.²

² A forma de operação do *overnight* conferia poder liberatório praticamente total até meados de 1990. Os depósitos eram renovados diariamente, ou não, pela parte da manhã. No final do dia, havia a liquidação dos saldos do sistema, com a zeragem automática das contas por parte do Banco Central (refinanciamento). Esta prática de zeragem automática dos saldos a custo negativo ou nulo foi abolida no segundo semestre de 90, mas o refinanciamento de posições ainda está em prática, só que a uma taxa de juros positiva.

Um terceiro componente importante da explicação é como se formam as expectativas sobre a inflação. As expectativas nesse contexto volátil baseiam-se, em parte, em fatores econômicos objetivos, tais como notícias relativas ao déficit público, à taxa de expansão monetária e ao nível das reservas internacionais; e, em parte, em um jogo não-cooperativo entre os agentes e o governo sobre quais políticas serão adotadas no futuro próximo, e se elas corroborarão ou não o estabelecimento de preços inflacionários. O governo é um participante ativo desse jogo porque controla o estabelecimento dos preços dos serviços públicos e da taxa de câmbio, administra o fluxo de seus pagamentos, é capaz de enfrentar blefes, e freqüentemente participa de negociações com trabalhadores e empregadores para adiar aumentos de preços. Embora ele possa às vezes desativar o apreçamento inflacionário, outras vezes não pode, dados os fatores objetivos mencionados.

Essa qualidade de jogo não-cooperativo das expectativas complementa os outros fatores mencionados e explica por que a inflação não explode, não obstante a oferta de moeda aumentar rotineiramente com aumentos no nível de preços. Isto é, como a moeda é auto-regenerativa seria dedutível que a inflação rapidamente se tornasse explosiva; mas, não é isso que ocorre pelo tipo de dinâmica das expectativas. A conclusão que resulta do entendimento da inflação aqui apresentado é que é necessário adotar uma reforma monetária verdadeira — no sentido de redefinição dos instrumentos que podem ser considerados meios de pagamento e das condições para controlar sua expansão (isto é, controle fiscal) —, porque a emissão de moeda e a colocação de dívida pública são meios equivalentes de financiamento inflacionário no Brasil.

A trajetória das taxas mensais de inflação, medida pela variação do índice geral de preços, disponibilidade interna (IGP-DI), está esboçada no Gráfico 1. Desde meados da década de 80 a inflação vem crescendo a taxas de 1,5% a 2% ao mês, até que o governo declare um novo congelamento de preços-salários e zere o jogo. A variação da taxa mensal de inflação é apresentada no Gráfico 2, inserindo-se zeros para os três meses que se seguiram aos congelamentos de preços dos planos Cruzado, Bresser, Verão e Collor. A média da aceleração das elevações de preços, apresentada nesse gráfico, é de 1,87% ao mês de 1986 a 1991.

TABELA 6

Taxas Mensais de Inflação: Principais Indicadores

	IGP-DI (FGV)	INPC (IBGE)	IPC (FIPE)	IGP_30 (FGV)
1990				
Jan	71.9	68.2	74.5	71.8
Fev	71.7	74.0	70.2	76.4
Mar	81.3	82.2	79.1	42.1
Abr	11.3	14.7	20.2	10.2
Mai	9.1	7.3	8.5	9.1
Jun	9.0	11.6	11.7	11.0
Jul	13.0	12.6	11.3	13.0
Ago	12.9	12.2	11.8	12.3
Set	11.7	14.3	13.1	12.9
Out	14.2	14.4	15.8	15.8
Nov	17.5	16.9	18.6	17.0
Dez	16.5	19.1	16.0	18.2
1991				
Jan	19.9	21.0	21.0	20.5
Fev	21.1	20.2	20.5	14.0
Mar	7.2	11.8	7.5	8.0
Abr	8.7	5.0	7.2	7.6
Mai	6.5	6.7	5.8	8.2
Jun	9.9	10.8	9.8	11.3
Jul	12.8	12.1	11.3	14.2
Ago	15.5	15.6	14.4	15.8
Set	16.2	15.6	16.2	20.9
Out	25.9	21.1	25.2	25.8
Nov	25.8	26.4	25.4	23.8
Dez	22.1	24.2	23.3	24.5

Nota: IGP-DI é o índice geral de preços, disponibilidade interna; IGP30 é o IGP centrado no final do mês (média geométrica do IGP no mês (t) e no mês (t + 1)).

Fontes: FGV, IBGE, FIPE.

TABELA 7

Agregados Monetários em Relação ao PIB^a (%)

	Base	M1	M2	M3	M4	M5
1980-82	3.4	8.8	17.8	26.6	33.6	-
1983-85	2.0	4.9	14.8	24.8	33.2	-
1986 Dez	4.5	11.5	22.2	30.5	39.1	-
1987 Dez	2.4	4.9	17.7	28.1	33.0	-
1988 Dez	1.5	2.9	15.0	25.8	29.9	-
1989 Dez	1.1	1.7	13.9	19.3	22.0	-
1990 Jan	1.0	1.4	15.5	21.6	24.4	-
Fev	1.0	1.6	15.4	22.5	24.9	-
Mar	1.3	2.6	6.2	9.2	10.4	18.0
Abr	2.1	3.1	7.8	11.6	13.1	21.8
Mai	3.0	3.9	9.3	12.5	14.4	21.4
Jun	2.5	3.6	7.8	10.9	13.6	20.7
Jul	2.0	3.2	7.6	10.8	13.8	20.5
Ago	1.9	3.1	7.4	10.7	13.9	20.4
Set	2.0	3.2	7.1	10.4	14.0	20.5
Out	1.7	2.8	6.9	10.2	14.1	20.7
Nov	1.6	2.9	6.9	10.2	13.9	20.5
Dez	2.2	3.5	7.3	10.7	14.3	20.9
1991 Jan	1.5	2.3	7.0	10.2	13.9	20.1
Fev	1.8	3.2	7.2	10.5	13.7	19.7
Mar	1.8	3.1	7.6	11.1	14.2	20.3
Abr	1.7	2.9	7.3	10.8	14.3	20.4
Mai	1.7	3.0	7.4	10.8	14.7	20.7
Jun	1.7	3.0	7.4	10.9	14.4	20.2
Jul	1.5	2.6	7.0	10.4	14.7	20.1
Ago	1.5	2.6	7.3	10.6	15.0	19.6
Set	1.4	2.6	7.2	10.3	14.5	18.5
Out	1.2	2.0	6.8	9.7	13.5	16.8
Nov	1.2	2.0	7.2	10.1	13.4	16.5
Dez	1.3	2.3	8.2	11.6	14.6	17.3

Notas: ^a Valores mensais do PIB estimados pelo Banco Central usando o IGP-DI como deflator. M1 refere-se à soma dos depósitos à vista mais a moeda em poder do público; M2 soma os títulos públicos mobiliários em poder do público e os depósitos especiais remunerados (a partir de 1991); M3 acrescenta os depósitos de poupança; M4 adiciona os depósitos a prazo; e, M5, depósitos em cruzados bloqueados junto ao Banco Central.

Fonte: 1990, *Gazeta Mercantil*; 1991, *Brasil, Programa Econômico*, vol. 31.

TABELA 8

Agregados Monetários em Dólares de 1991^a (US\$ Bilhões)

	Base	M1	Títulos Públicos ^b	M2	Poupança	M3	M4	VOBs	M5
1989 Jan	5.3	10.9	53.7	64.6	42.0	106.6	118.7	-	-
Fev	5.9	10.6	64.0	74.6	47.8	122.4	132.3	-	-
Mar	6.6	11.1	75.0	86.0	54.8	140.9	150.6	-	-
Abr	6.8	15.3	76.9	92.2	59.2	151.4	161.3	-	-
Mai	7.6	12.2	67.1	79.3	52.1	131.4	142.8	-	-
Jun	6.7	10.5	63.9	74.4	43.5	117.8	129.5	-	-
Jul	5.3	8.5	62.5	71.0	38.7	109.7	119.8	-	-
Ago	4.6	7.1	62.3	69.4	36.2	105.6	115.9	-	-
Set	4.3	7.0	60.4	67.4	33.0	100.4	110.5	-	-
Out	3.9	6.7	60.6	67.3	30.9	98.1	108.0	-	-
Nov	4.4	6.4	54.8	61.2	27.6	88.8	98.8	-	-
Dez	5.1	7.7	55.3	63.0	24.2	87.3	99.3	-	-
1990 Jan	3.5	5.1	51.2	56.3	21.1	77.4	88.0	-	-
Fev	3.5	5.6	47.2	52.8	24.6	77.4	86.1	-	-
Mar	6.0	11.5	17.5	29.0	21.3	50.3	55.0	34.3	89.3
Abr	9.2	14.2	22.9	37.1	16.3	53.3	60.8	39.5	100.3
Mai	13.4	17.7	24.6	42.3	13.5	55.8	64.6	31.4	96.0
Jun	11.0	15.8	18.6	34.5	12.3	46.8	59.3	30.8	90.1
Jul	8.8	14.0	19.9	33.9	13.6	47.5	60.5	29.4	89.9
Ago	8.1	13.6	19.3	32.9	14.0	46.9	61.1	28.4	89.5
Set	8.4	13.8	17.5	31.3	13.8	45.2	60.8	28.0	88.8
Out	7.3	12.0	17.8	29.7	13.6	43.3	60.3	27.8	88.1
Nov	6.9	12.2	17.0	29.2	13.2	42.4	59.0	27.8	86.8
Dez	9.3	14.3	15.8	30.1	13.5	43.6	58.6	27.4	86.0
1991 Jan	6.2	10.1	19.5	29.7	13.7	43.3	59.0	26.9	85.9
Fev	7.5	13.7	16.1	29.9	14.2	44.1	57.6	25.9	83.5
Mar	7.8	13.3	18.4	31.7	14.6	46.4	59.6	26.0	85.6
Abr	7.2	12.6	18.3	30.8	14.8	45.7	60.8	26.1	86.9
Mai	7.4	12.8	18.6	31.4	14.9	46.3	63.0	26.0	89.0
Jun	7.3	13.1	18.3	31.4	15.0	46.4	62.0	25.1	87.0
Jul	6.7	11.4	18.7	30.2	14.8	45.0	63.7	23.6	87.3
Ago	6.3	11.2	20.3	31.5	14.2	45.7	64.7	20.2	84.9
Set	6.0	11.8	19.0	30.8	13.5	44.3	62.4	17.4	79.7
Out	5.1	8.8	21.2	30.0	12.7	42.7	59.2	14.5	73.6
Nov	5.3	8.7	22.8	31.5	12.9	44.4	59.0	13.5	72.5
Dez	6.1	10.3	26.5	36.8	15.7	52.5	68.8	12.2	81.0
1992 Jan	4.4	8.1	31.5	39.6	15.7	55.3	74.5	10.6	85.1
Fev	5.0	8.2	34.0	42.2	16.6	58.8	79.1	9.3	88.4
Mar	4.3	7.2	38.7	45.9	17.1	63.0	86.8	8.1	94.8
Abr	4.7	7.6	40.8	48.4	18.2	66.6	90.4	6.5	96.9
Mai	4.4	7.3	41.9	49.2	17.4	66.6	93.5	4.8	98.3
Jun	4.6	7.7	44.2	51.9	17.6	69.5	97.9	3.2	101.1

Notas: ^a Valores corrigidos pelo IGP 30 e divididos pela taxa de câmbio de 28 de Dezembro de 1991.

^b Inclui os títulos federais e os estaduais em poder do público, depósitos no FAF e, a partir de agosto de 1991, os depósitos em DERs.

Fonte: Cálculo do autor com dados do Banco Central e *Brasil, Programa Econômico*, vol. 31.

Em suma, a inflação no Brasil mostrou-se resistente aos muitos programas antiinflacionários tentados na década de 80. Todas essas tentativas tinham em comum o fato de não desindexarem a moeda, nem consertarem o padrão de financiamento. Em vez disso, o mercado do *overnight* foi preservado com o argumento de ser uma fonte de financiamento "não-inflacionário".

Dado o aumento da inflação no segundo semestre de 1989, os debates sobre um calote da dívida interna eram inevitáveis na eleição presidencial daquele ano. Mas, essas discussões aumentaram a incerteza quanto à possibilidade do governo pagar essas dívidas, e provocaram significativas mudanças de portfólio entre as diferentes aplicações, bem como fuga de capital. A inflação ultrapassou a casa dos 50% por mês em novembro e se manteve crescente até março de 1990, quando o novo presidente assumiu o governo.

XII.3 - O Plano Collor

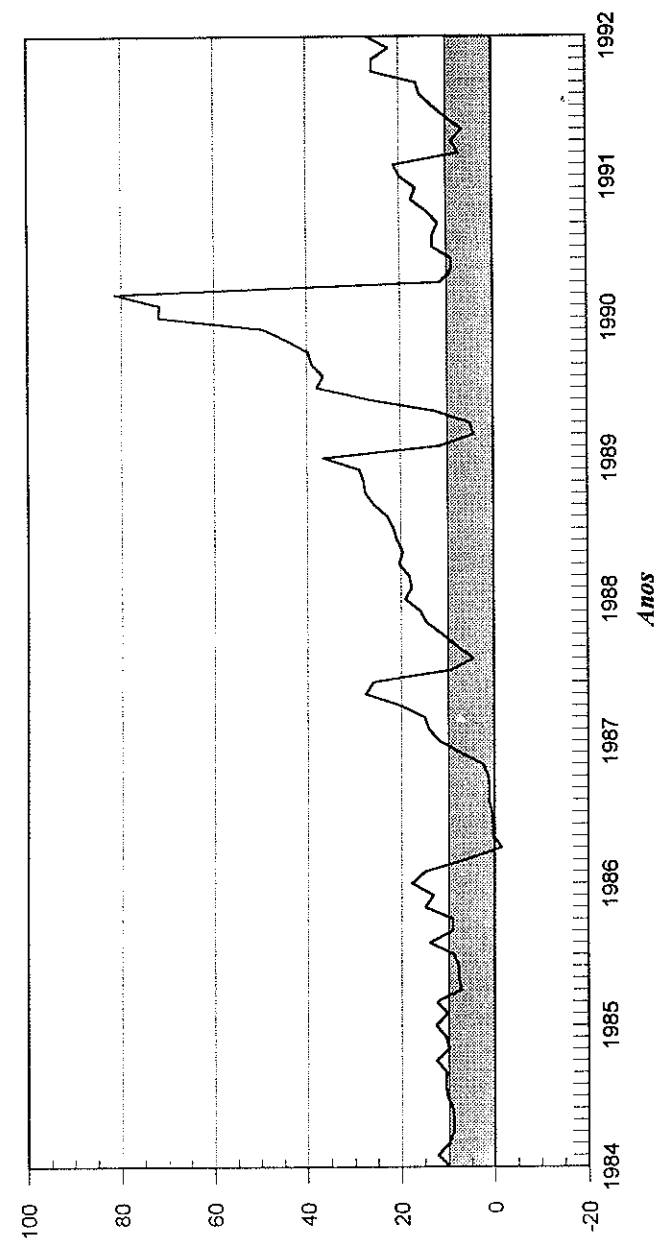
O programa antiinflacionário do presidente Fernando Collor de Mello tinha uma vantagem sobre os anteriores. Agora seria empossado um presidente eleito, depois de uma acirrada disputa eleitoral, que havia prometido adotar um programa potente. Como consequência, esperava-se da ministra Zélia Cardoso de Mello e de sua equipe econômica um programa vigoroso e bem elaborado.

O plano Collor I foi um programa complexo de políticas de renda, reforma fiscal, liberalização comercial e reforma monetária. O raciocínio central parece ter sido que a eliminação do déficit público e a retomada do controle sobre a oferta de moeda derrotariam a inflação, enquanto as reformas estruturais recolocariam a economia em um novo padrão de crescimento, quando seus efeitos fossem plenamente sentidos.³ O desenho, no entanto, incluía idéias extraídas de visões conflitantes sobre a inflação; várias propostas pareceram formuladas sem maior rigor e foram abandonadas em dois ou três meses, e algumas medidas sofreram a resistência dos grupos ou setores atingidos. O plano pode ser dividido em cinco conjuntos:

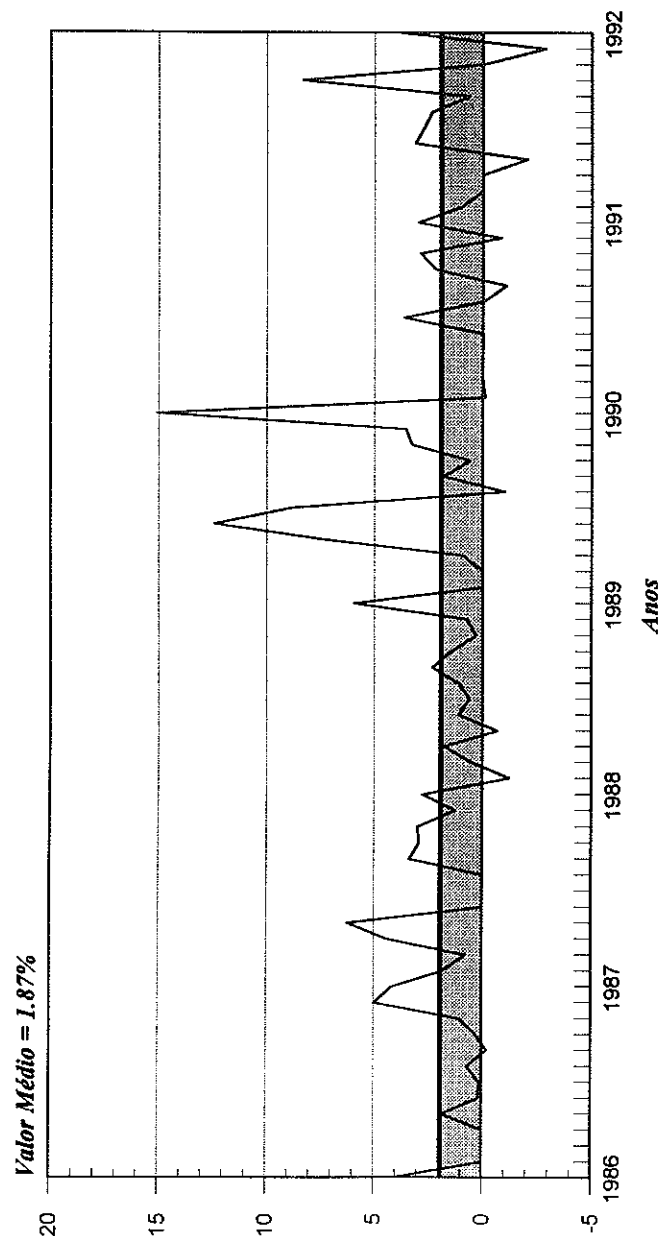
³ O governo não publicou um documento explicando a base econômica de sua abordagem. Um resumo do programa pode ser encontrado no prefácio de *Brasil, Programa Econômico*, vol. 24, março de 1990; ver também duas coleções de pequenas análises efetuadas por diferentes autores e organizadas por Faro (1990 e 1991).

GRÁFICO 1

Brasil: Inflação Mensal, 1984-92 (Variações do IGP-DI em %)



Aceleração dos Preços: 1986-92 (Taxas de Mudança da Inflação Mensal)



(i) **Políticas de renda** — Em 16 de março foi decretado um congelamento de preços e uma série de preços reescalados no nível do dia 10 de março. Os dos serviços públicos, que haviam ficado muito defasados em 1989, foram substancialmente aumentados nos dias anteriores à posse do novo presidente e a partir daí congelados por quatro meses. Os salários relativos a março (pagos em abril) receberam a correção da inflação daquele mês e a partir daí os aumentos salariais deveriam ter reajustes prefixados que refletiriam a inflação esperada (alternativamente, os trabalhadores poderiam negociar salários com seus empregadores), e os dos servidores públicos federais foram congelados (e mantidos assim por seis meses). O governo conseguiu aprovar a medida provisória 154, que instituiu a nova lei salarial, mas passou a ter problemas em abril, quando estabeleceu que a inflação esperada para aquele mês era 0%, não incorporando, portanto, aos salários a inflação do mês. Esta decisão tornou claro para a equipe econômica que ela enfrentava um sério dilema: a estimativa da inflação esperada teria de ser constantemente enviesada para baixo nos próximos meses para não exacerbar as expectativas, mas isso significaria oposição dos sindicatos e do Congresso e desacreditaria a política. Assim, o esquema foi desenfatuado. Uma nova lei salarial foi depois aprovada, em setembro, tentando recuperar o poder de compra médio dos salários com base em 1990. O elemento de congelamento de preços em si nunca foi uma parte importante do plano, para evitar problemas de abastecimento, nem foi muito fiscalizado, como indicam as taxas de inflação de 11,3% em abril e 9,1% em maio — Tabela 6.

(ii) **Reforma administrativa e privatização** — O número de ministérios foi reduzido para nove e foram adotadas medidas para encolher o tamanho do governo federal, reduzir os procedimentos burocráticos, e cortar as despesas. Vários órgãos federais foram fechados e seus trabalhadores colocados em uma lista de servidores disponíveis (um artigo da Constituição proíbe a demissão de servidores públicos após cinco anos de trabalho). O governo anunciou que pretendia demitir 400 mil funcionários em 1990, mas só cumpriu 20% da meta, antes de desistir. Um plano para privatizar empresas públicas foi anunciado e aprovado pelo Congresso, mas se desdobrou lentamente nesse ano. Só começou realmente no quarto trimestre de 1991, com o leilão de uma importante siderúrgica: a Usiminas. Em retrospecto, o plano de reformar o setor público obteve

alguns ganhos, no nível federal, com a desregulamentação de alguns setores empresariais e o fechamento de uns poucos órgãos inchados, como o Instituto do Açúcar e do Alcool (IAA) e o Instituto Brasileiro do Café (IBC). Não obstante, o Executivo não evitou que os governos estaduais e municipais aumentassem suas despesas. Estes haviam se beneficiado da reforma constitucional, que aumentara as transferências de receita tributária da União para os governos locais, a partir de 1989. Além disso, o plano Collor trouxe um incentivo para que os devedores liquidassem dívidas fiscais com um desconto implícito por meio do uso de ativos bloqueados, e isso resultou num ganho, temporário mas considerável, na arrecadação de impostos em 1990. A Tabela 5 mostra que os gastos totais das administrações públicas com pessoal e bens e serviços cresceram de 11,8% em 1986-88 para 15,6% do PIB em 1990, e isso aconteceu principalmente nos níveis estadual e municipal.⁴

(iii) Reforma fiscal — Uma parte forte e bem costurada do plano destinava-se a aumentar receitas e reduzir despesas. Do lado da arrecadação de impostos, as principais medidas foram a eliminação de depósitos e cheques ao portador acima de US\$ 100, que beneficiavam o anonimato fiscal; a eliminação de uma série de isenções fiscais; aumentos nas alíquotas do imposto sobre a renda e sobre produtos industrializados; recolhimento de imposto de renda sobre os resultados de atividades agrícolas (pouco fiscalizado posteriormente); correção dos impostos em atraso de acordo com a variação do BTNF (título do governo com indexação diária); suspensão temporária de incentivos fiscais para investir no Norte e Nordeste; recolhimento de um imposto de capital temporário sobre depósitos acima de US\$ 9.000; eliminação de brechas que favoreciam a evasão fiscal; e uma subscrição obrigatória de certificados de privatização pelo sistema bancário e pelos fundos de pensão (essa disposição previa a arrecadação de aproximadamente US\$ 5 bilhões, mas houve resistência, e acabou recolhendo apenas US\$ 500 milhões). Do lado do gasto, as despesas foram comprimidas por meio de uma redução nos pagamentos de juros

⁴ Pode-se argumentar que o retorno da democracia representou uma pressão maior sobre os governos municipais e estaduais para o atendimento de demandas sociais. Não obstante, é questionável se os maiores gastos correntes, mostrados na Tabela 5, resultaram em uma prestação mais eficiente de serviços públicos em comparação a períodos anteriores.

sobre a dívida interna, de um congelamento dos salários dos funcionários públicos federais e da reforma administrativa. A meta geral era passar de um déficit primário projetado de 8% do PIB para um superávit primário de 2%, no final do ano. Em termos gerais essa meta foi cumprida (ver Tabela 5) principalmente por meio de um acentuado aumento na arrecadação tributária em relação ao PIB.

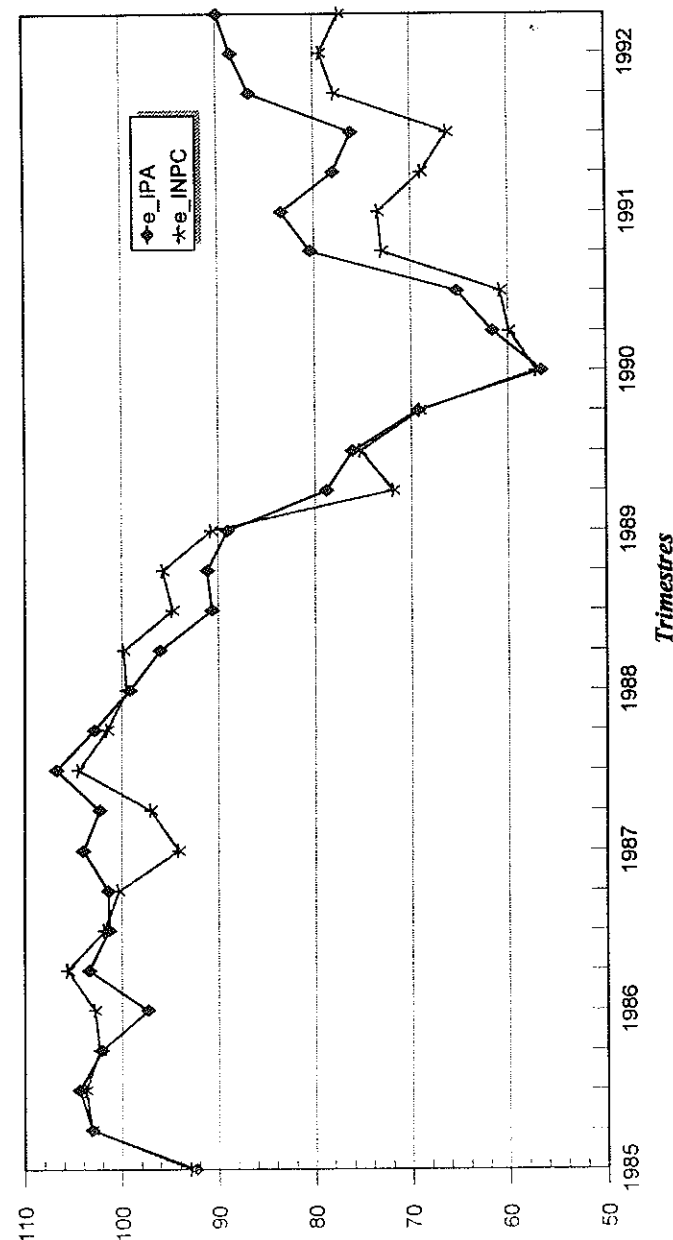
(iv) Reforma do comércio exterior — Foi anunciada uma nova política comercial e adotado um sistema flutuante de fixação da taxa de câmbio, visando tanto liberalizar o comércio exterior como modernizar a economia. Permitiu-se a flutuação da taxa de câmbio, em substituição à política anterior de minidesvalorizações diárias, mas foram mantidos os controles sobre a conta de capital. Os bancos e os *dealers* de câmbio credenciados foram autorizados a negociar o preço do dólar diretamente com seus clientes, monitorados pelo Banco Central, que interviria quando necessário para defender suas reservas internacionais. Logo após o plano, devido à contração da liquidez, a taxa de câmbio manteve-se sobrevalorizada. Mas, no terceiro trimestre de 1990, o novo sistema permitiu uma correção da taxa de câmbio real, que havia se atrasado substancialmente em 1988-89. O Gráfico 3 apresenta duas séries da taxa de câmbio real do Brasil baseadas numa cesta de quinze moedas (1985 = 100): uma série deflacionada pelos preços por atacado e, a outra, pelos preços ao consumidor para a economia interna, e pelos preços por atacado para o resto do mundo [(cálculos do autor em Zini (1992)]. As reformas comerciais foram detalhadas em junho. Elas eliminaram os controles quantitativos sobre as importações; reduziram os índices de nacionalização de uma série de produtos industriais de 85-90% para 70%; eliminaram as tarifas para insumos industriais sem produção interna similar; reduziram algumas tarifas e estabeleceram um cronograma para rodadas regulares de redução tarifária de 1991 a 1994, visando a uma alíquota tarifária média de 14% em 1994 e uma substancial redução na variância das tarifas; simplificaram os procedimentos administrativos; estabeleceram uma nova Coordenação do Comércio Exterior, substituindo a antiga e mais rígida Cacex; e amenizaram os controles estritos sobre a importação de produtos eletrônicos e de computação (resultando em uma lei da informática mais liberal em 1991). As reformas comerciais foram implementadas a um passo lento, porém contínuo. As importações cresceram 10% em 1990 e mantiveram-se no patamar de US\$ 21 bilhões em 91, em parte devido à demanda interna desaquecida e

em parte devido à desvalorização da taxa de câmbio real. No entanto, têm havido algumas mudanças efetivas na composição da pauta do comércio com o crescimento das importações de alguns insumos industriais e de maquinaria. A maior comunicação entre os preços internacionais e os preços internos é um dos benefícios de curto prazo, que já tem sido notado.

(v) **Reforma monetária** — O aspecto mais dramático do plano foi a reforma monetária anunciada em 16 de março e o bloqueio de depósitos instituído pela medida provisória 168. O cruzeiro foi restaurado como a denominação da moeda, os depósitos à vista e saldos das contas de poupança acima de NCz\$ 50 mil (cerca de US\$ 1.200) foram bloqueados e transferidos para contas especiais à ordem do Banco Central; os depósitos a prazo, letras de câmbio, debêntures, fundos de renda fixa e aplicações de curto prazo foram liberados até 20% de seu valor (ou Cr\$ 50 mil, o que fosse maior); e os saldos remanescentes foram retidos sob a forma de "valores sob a ordem do Banco Central" (VOBs). Os ativos bloqueados foram indexados à variação do BTN mais 6% de taxa de juro anual. Esses depósitos deveriam ficar bloqueados por dezoito meses e serem liberados em doze parcelas mensais, a partir de setembro de 1991. A medida autorizava o pagamento de impostos e dívidas fiscais aos diferentes níveis de governo, usando os cruzados novos retidos durante os dois meses seguintes; deu poderes ao Ministério da Economia para liberar depósitos sob condições relevantes; e determinou que as dívidas contraídas por firmas e agentes antes de 16 de março, inclusive hipotecas, podiam ser saldadas com cruzados novos retidos, que podiam ser então usados para pagar dívidas com o governo. Esses expedientes permitiram a redução do valor dos depósitos bloqueados, e muitos agentes e empresas forjaram dívidas falsas. No final de 1990 os ativos retidos, inclusive de juros, eram 31% menores que em abril (ver Tabela 8), e foram principalmente os depósitos de poupança da classe média que permaneceram bloqueados até agosto de 1991, quando a devolução efetivamente começou. Além do mais, o plano instituiu uma mudança na correção monetária, que implicou uma perda significativa para os poupadores, como se discutirá adiante. Finalmente, estabeleceu-se uma taxa transitória sob a forma de um imposto sobre operações financeiras (IOF) para os ativos acima de 10.000 BTNs (cerca de US\$ 9.000). Esse tributo foi recolhido no resgate de títulos, tais como letras de câmbio, depósitos a prazo, letras hipotecárias, aplicações lastreadas em ouro, e debêntures, sobre a transferência de ações negociadas na bolsa e sobre contas de poupança. As alíquotas do imposto variaram de 8%,

GRÁFICO 3

Brasil: Taxa de Câmbio Real, 1985-92 (1985 = 100 (Cesta de Moedas))



para os casos regulares, a 25%, nos casos de anonimato do titular do depósito (que sugeria um expediente de evasão fiscal).

A reforma causou uma drástica redução na liquidez. Aproximadamente US\$ 34 bilhões foram bloqueados, e M2 caiu de US\$ 47,2 bilhões em fevereiro para US\$ 17,5 bilhões no final de março. Nas semanas seguintes, muitas histórias sobre a escassez de dinheiro foram reportadas, inclusive trabalhadores concordando com a redução de salários nominais para manter seus empregos.

A não-indexação dos depósitos durante os seis dias em que os bancos permaneceram fechados (três dias úteis, três dias de feriado/final de semana) com os preços continuando a se elevar, o crédito de apenas uma parte da correção monetária aos depósitos que venceram depois de 16 de março, e a taxa extra-ordinária do IOF resultaram em uma perda para os ativos financeiros na economia. Mas, de fato, o plano ratificou perdas que haviam ocorrido em 1989 com a subida da inflação, embora estivessem obscuras para a maioria dos agentes (ver Tabela 8).

O plano teve um forte impacto recessivo sobre o produto agregado nos meses que se seguiram. Isto porque o bloqueio dos cruzados novos reduziu o estoque de ativos líquidos e reteve parte do capital de giro das firmas depositado nos bancos. Entretanto, algum impacto recessivo era inevitável dado o acúmulo defensivo prévio de estoques de matérias-primas e de produtos finais, e o nível artificial de atividade assim gerado.

As bases pouco sólidas da reforma monetária eram, não obstante, visíveis desde o início pelo modo como facilitou o uso de depósitos bloqueados e como propôs a devolução destes em dezoito meses, formando um *debt overhang* (pendência de dívida) intertemporal. A reforma foi anunciada e posta em prática com uma regulação atabalhoada e insegura, que abalou ainda mais a confiança dos participantes do mercado.⁵ E o que é mais importante, o plano bloqueou aproximadamente 38% do estoque de M5, mas preservou o mecanismo de indexação e a organização institucional do mercado de *overnight* que havia sido apontada

⁵ O programa colocou uma série de questões para as autoridades monetárias e para o Banco Central, e congestionou o sistema de compensação de cheques e o mercado interbancário para fundos de curto prazo. As autoridades foram lentas para decidir sobre algumas dessas questões e o sistema de compensação bancária permaneceu fora do ar por quinze dias. Enquanto isso, os bancos operaram sob instruções provisórias que mudavam, enervando o público.

como a fonte da instabilidade monetária. Esse foi um erro crucial porque revelava uma séria inconsistência conceitual de formulação. Portanto, muitos dos problemas que emergiram após dois ou três meses eram previsíveis.

A reforma estabeleceu que os impostos, débitos fiscais e dívidas com órgãos públicos podiam ser pagos com cruzados novos bloqueados até maio. Mas as administrações públicas (inclusive estados e municípios), cujas contas não foram bloqueadas, pagariam suas despesas em cruzeiros, entrando assim em um sério déficit de fluxo de caixa em cruzeiros que levaria a uma rápida criação de moeda. A base monetária cresceu 558% entre março e maio, e M1, 442% — dados na Tabela 9 — uma expansão rápida demais para acabar com a inflação.

Antônio Kandir (1989) havia argumentado que o setor público no Brasil estava preso a uma fragilidade financeira que resultava em pressões inflacionárias. Mas, o conceito é formulado em bases soltas, o que o torna difícil de contestar. O plano Collor I parece ter adotado uma noção de fragilidade "temporária". Se a fragilidade é vista como temporária, o bloqueio de depósitos e sua liberação depois de algum tempo é uma seqüência lógica. Além disso, a equipe econômica acreditava que o governo iria apresentar um superávit fiscal em 1991, e isso iria permitir a devolução dos depósitos sem desencadear pressões inflacionárias. No entanto, um passo falso similar, o bloqueio momentâneo de depósitos e um rápido retorno da inflação, já fora observado na reforma monetária do Japão em 1946 [ver Shiomi (1957), Shinjo (1962) e Nakamura (1981)], porque os agentes antecipam a reversão dos ativos e os preços sobem. E, ademais, a indexação dos depósitos líquidos de curto prazo foi mantida. O retorno da inflação de dois dígitos mensal, somente três meses após as medidas, sugere que o enfoque e a noção de fragilidade temporária eram pouco substantivos.

Duas alternativas para a situação teriam sido a criação de um instrumento financeiro novo de longo prazo, ou um bloqueio mais demorado dos depósitos, com um sistema de leilão servindo como meio de desfogo para os que estivessem pressionados por liquidez. Esses leilões imporiam um prêmio pela liquidez e reduziriam o valor da dívida interna. Nos dois casos, o *overnight* não deveria permanecer em funcionamento.

O plano Collor I também mudou as regras em relação ao pagamento da correção monetária, produzindo um calote parcial implícito sobre as dívidas públicas internas. Um cálculo preciso do valor desse imposto precisaria levar em conta o impacto das mudanças nas regras de indexação nos diferentes títulos, a incidência da taxa extraordinária aplicada sobre os ativos financeiros (Lei 8.033/90), e os três dias úteis de feriado bancário, em que os depósitos não receberam juros. Mendonça de Barros *et al.* (1991) estimam que o valor coletado foi de aproximadamente US\$ 32 bilhões em 1990 e de US\$ 6 bilhões extras no início de 91 (plano Collor II).

A percepção de que o país havia estado perto de uma hiperinflação aberta, e o fato de que o imposto sobre o capital representava um imposto progressivo sobre a riqueza facilitou a aceitação política dessas medidas. O estoque da dívida pública acusa uma redução de 30% em termos reais quando se compara seu valor no final de 1989 com o de 1990.

Fábio Giambiagi (1991) calcula que a dívida total do setor público (externa e interna), excluindo a base monetária e dívidas não registradas,⁶ caiu de 47,5% do PIB em 1985 para 37,4% em 1990, apesar do fato de nesses anos terem ocorrido déficits operacionais de 3,9% do PIB, em média, por ano. As razões para esse declínio foram: alta *seigniorage* sobre os haveres monetários entre 1986-90, que em média representou 3,4% do PIB ao ano; apreciação da taxa de câmbio real, diminuindo o valor em cruzeiros da dívida pública externa (a despeito do crescimento do seu valor em dólar de US\$ 70 para US\$ 90 bilhões); e subindexação da dívida pública interna. Essa redução da dívida também permitiu um alívio nas despesas com juros. Em retrospecto, esses fatos reproduzem o caso clássico da inflação reduzindo o valor real das dívidas públicas, um resultado que os proponentes da correção monetária pensavam que seria evitado.

Um dos movimentos que teve um impacto significativo sobre o imposto de capital foi a indexação incompleta dos BTN's após o plano em relação à inflação dos meses anteriores. A elevação dos

⁶ Os dados sobre o endividamento público interno na Tabela 5 mostram as dívidas conhecidas, mas não incluem os valores devidos aos pagamentos atrasados a contratantes e fornecedores do setor público, títulos da dívida agrária (TDA), fundo nacional de desenvolvimento (FND), certificados de privatização, debêntures emitidas pela Siderbrás, e o fundo de compensação para variações salariais (FCVS). Alguns observadores estimam que em débitos somam mais US\$ 30 bilhões.

TABELA 9

Agregados Monetários: Variações Nominais e Reais (%)

	Variações nominais				Variações reais ^a			
	Base	M1	M2	M4	Base	M1	M2	M4
1990 Jan	19.1	13.4	53.4	52.3	-30.7	-34.0	-10.7	-11.3
Fev	74.4	91.8	65.4	72.6	-1.2	8.7	-6.3	-2.2
Mar	144.5	194.1	-21.9	-9.2	72.1	107.0	-45.0	-36.1
Abr	70.0	35.6	40.8	21.8	54.3	23.0	27.8	10.5
Mai	58.3	36.0	24.4	15.7	45.2	24.7	14.1	6.1
Mar/Mai	558.2	442.3	36.8	28.0	285.5	217.6	-19.8	-25.0
Jun	-9.2	-0.5	-9.6	2.0	-18.2	-10.4	-18.5	-8.1
Jul	-9.0	-0.0	11.2	15.2	-19.4	-11.5	-1.5	2.0
Ago	2.6	9.3	8.9	13.5	-8.6	-2.7	-3.0	1.0
Set	17.9	14.7	7.5	12.4	4.4	1.5	-4.8	-0.5
Out	-0.2	0.2	9.9	14.7	-13.8	-13.5	-5.1	-0.9
Nov	11.9	19.2	14.7	14.4	-4.3	2.0	-1.9	-2.1
Dez	57.5	38.6	22.0	17.4	33.3	17.3	3.2	-0.7
Jan/Dez	2304.2	2335.7	529.2	677.1	82.6	85.0	-52.2	-41.0
1991 Jan		-19.3	-14.8	18.7	21.4	-33.0	-29.3	-1.5
Fev		38.4	54.5	14.7	11.2	21.5	35.6	0.7
Mar		11.7	4.6	14.8	11.8	3.4	-3.2	6.3
Abr		0.2	1.8	4.6	9.7	-6.9	-5.4	-2.8
Mai		11.0	10.1	10.1	12.2	2.6	1.8	3.7
Jun		10.0	13.6	11.4	9.5	-1.2	2.0	0.0
Jul		3.9	-0.3	9.6	17.3	-9.0	-12.6	-4.0
Ago		9.4	14.1	21.1	17.7	-5.6	-1.5	4.6
Set		14.1	26.8	18.3	16.6	-5.6	4.9	-2.2
Out		8.4	-5.9	22.4	19.4	-13.9	-25.2	-2.7
Nov		27.8	22.9	30.1	23.5	3.1	-0.8	5.0
Dez		42.6	46.3	45.5	45.3	14.6	17.6	16.9
Jan/Dez		291.2	328.2	629.3	601.0	-34.4	-28.2	22.2

Nota: ^a Valores nominais deflacionados pelo IGP_30.

Fonte: Banco Central do Brasil, *Brasil, Programa Econômico*, vols. 30 e 31.

TABELA 10

Taxas de Juros Reais (% ao Mês)

	Deflacionadas pelo IGP 30			Deflacionadas pelo INPC		
	Over	CDBs	Poupança	Over	CDBs	Poupança
1989 Jan	-0.48	-2.94	-0.48	-9.23	-11.48	-9.23
Fev	10.19	9.92	10.19	2.23	1.98	2.23
Mar	15.02	12.80	15.01	13.71	11.52	13.70
Abr	2.41	3.89	2.41	3.20	4.69	3.20
Mai	-6.80	-3.64	-7.58	-4.49	-1.26	-5.30
Jun	-3.72	-4.47	-5.11	-1.63	-2.40	-3.05
Jul	-2.94	-3.03	-5.67	4.52	4.41	1.57
Ago	-1.60	-2.74	-5.60	1.74	0.56	-2.40
Set	-0.52	-0.46	-1.92	1.64	1.70	0.20
Out	4.04	2.66	-2.58	6.44	5.04	-0.33
Nov	1.09	1.82	-3.19	-0.04	0.68	-4.27
1989 Jan	2.47	1.22	-3.70	8.55	7.22	2.01
1990 Jan	-2.44	-2.13	-8.67	-0.35	-0.04	-6.72
Fev	3.18	-4.23	-1.58	4.63	-2.89	-0.20
Mar	-3.74	-7.11	30.38	-24.93	-27.56	1.68
Abr	-5.42	0.36	-8.80	-9.10	-3.55	-12.36
Mai	-3.08	-0.78	-2.88	-3.98	-1.70	-3.78
Jun	-2.03	0.71	-0.74	-0.11	2.69	1.21
Jul	0.74	1.00	-1.43	1.04	1.30	-1.13
Ago	-0.70	0.09	-1.06	-0.58	0.21	-0.93
Set	2.02	3.50	0.43	0.83	2.29	-0.74
Out	0.60	5.00	-1.31	1.80	6.25	-0.13
Nov	2.46	5.49	0.23	2.49	5.52	0.26
Dez	3.96	3.68	1.53	3.12	2.85	0.71
1991 Jan	0.42	3.58	0.24	0.06	3.21	-0.11
Fev	-6.24	-2.52	-5.64	-11.13	-7.58	-10.54
Mar	0.93	1.94	0.97	-4.27	-3.31	-4.23
Abr	1.90	4.22	1.72	6.37	8.79	6.18
Mai	1.28	3.07	1.25	2.70	4.52	2.67
Jun	-0.91	-0.23	-1.25	-0.46	0.22	-0.80
Jul	-1.54	-0.48	-3.11	0.22	1.30	-1.37
Ago	-0.08	0.90	-2.88	0.11	1.09	-2.69
Set	-0.95	-1.18	-2.94	3.60	3.35	1.51
Out	0.12	5.99	-4.32	4.02	10.13	-0.59
Nov	6.85	6.49	5.84	4.70	4.35	3.71
Dez	5.39	2.04	1.28	5.65	2.30	1.54
1992 Jan	2.58	0.67	0.23	2.49	0.59	0.15
Fev	4.91	5.92	2.86	3.44	4.43	1.41
Mar	6.06	9.27	4.41	4.31	7.47	2.69
Abr	2.86	1.86	1.01	2.55	1.56	0.70
Mai	0.63	1.28	-1.48	0.81	1.47	-1.30
Jan/Dez 89	18.69	14.32	-10.15	27.69	22.99	-3.34
Jan/Dez 90	-4.83	4.89	1.36	-25.63	-18.03	-20.79
Jan/Dez 91	6.74	26.05	-9.01	10.74	30.77	-5.60
Jan/Mai 92	18.13	20.20	7.11	14.32	16.32	3.66

Fonte: Cálculos do autor com base de Boeri.

preços, medida pelo índice de preços ao consumidor do IBGE, foi de 84,3% em março, 44,8% em abril e 7,9% em maio, enquanto a variação do BTN foi de 44,3% em abril, 0% em maio, e 5,4% em junho. Portanto, nesses meses a indexação incompleta significou um forte abatimento no valor real do BTN. Embora esse seja um desconto poderoso, estratégias similares foram repetidas várias vezes na década de 80.

A veracidade da última declaração pode ser verificada no Gráfico 4, que apresenta o valor real da ORTN, o título público que indexava os contratos até 1986, encadeado ao valor real do BTN, que substituiu a ORTN na indexação de contratos a partir de então. A série de janeiro de 1975 a janeiro de 92 deflaciona o valor da ORTN pelo nível geral de preços medido pelo IGP-DI do mês anterior (o esquema da correção monetária foi desenhado para compensar a inflação passada).

O gráfico mostra uma queda de 86,4% no valor real da ORTN de 1975 a 1992. Esse mergulho foi iniciado pelo expurgo da correção monetária proposto pelo ministro Mário H. Simonsen, durante o governo Geisel (de janeiro de 1975 a agosto de 1979 houve uma dedução de 22,2% na indexação); continuou durante o período Figueiredo (de agosto de 1979 a março de 85 houve um declínio adicional de 45,61%); e repetido durante o mandato do presidente Sarney (uma redução extra de 47,0%). Nessa perspectiva, a ministra Cardoso de Mello apenas continuou um "regime de política" iniciado previamente (impondo uma dedução de 40,8% de março de 1990 a março de 1991).

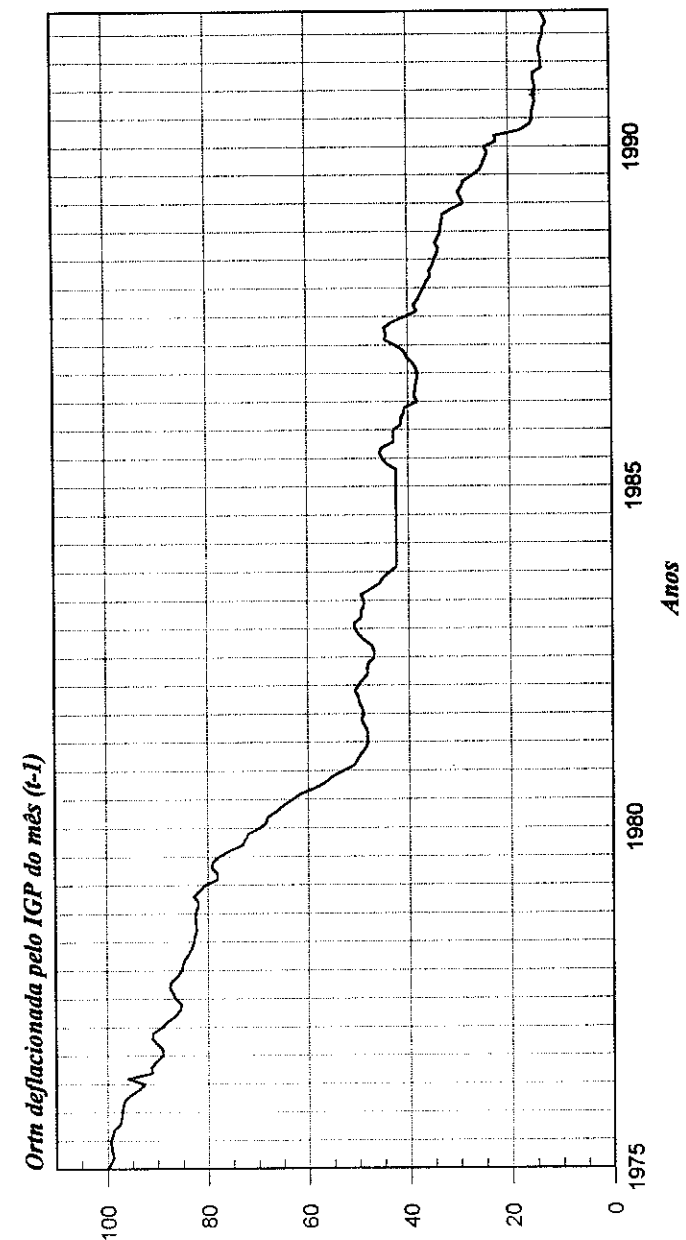
O Gráfico 5 mostra o valor da ORTN deflacionado pelo IGP do mês (t-1) e pelo índice IGP_30 do mês (t) — a designação IGP_30 aplica-se ao índice IGP-DI centrado no último dia do mês. Isto é feito tomando-se uma média geométrica do IGP no mês (t) e no mês (t+1) e tem o propósito de aferir a inflação efetivamente verificada nos trinta dias corridos de cada mês. O Gráfico 5 permite ver que, nos meses que ocorreram congelamentos de preços, a ORTN deflacionada pelo índice IGP_30 recupera parte de seu valor, demonstrando que a erosão do principal se dá quando a inflação se eleva (a série deflacionada pelo IGP_30 cai antes que a série deflacionada pelo IGP do mês anterior); as mudanças nas regras da correção corroboram a perda já ocorrida. Se toda a perda anterior fosse recomposta, seria impraticável efetivar o congelamento dos preços.

Esses fatos indicam que o sistema de correção monetária não é capaz de restaurar as perdas nos ativos financeiros causadas pela inflação elevada e em alta. A inflação de quatro dígitos de 1989, por exemplo, erodiu o valor real dos depósitos, induziu os agentes a economizar na retenção de saldos reais, e provocou mudanças de portfólio para aplicações em ouro e dólar.⁷ Tabela 8 mostra que M4 caiu US\$ 73,3 bilhões (45,4%) entre abril de 1989 e janeiro de 1990: uma redução de US\$ 10,2 bilhões em M1 (-66,7%), US\$ 26,7 bilhões no estoque da dívida pública (-33,4%) e US\$ 38,1 bilhões (-64,4%) no valor dos depósitos de poupança.

Outra distorção causada pelas mudanças nas regras de correção monetária é que, embora a motivação para as defasagens e mudanças de critérios da correção tenha sido a de aliviar o fardo representado pela dívida pública, a redução de fato obtida foi significativamente menor, por duas razões. Primeiro, uma fração significativa do estoque de ORTNs foi lançada com cláusula de correção cambial. Esses títulos ficaram depois conhecidos como ORTNs cambiais, em contraposição às ORTNs monetárias (com cláusula de correção simples). A desvalorização cambial nos últimos dez anos não se retardou na mesma magnitude, nem na mesma seqüência, que o valor real da ORTN em relação à inflação interna — uma comparação dos Gráficos 3 e 4 ilustra esse aspecto. Segundo, depois de 1986 a indexação de depósitos de curto prazo acompanhou a taxa diária de inflação esperada, mais um prêmio para tornar o retorno positivo e compensar o risco de inadimplência. Em alguns anos esse rendimento mais do que compensou a perda anterior na correção monetária, como em 1989 logo depois do plano Verão. A Tabela 10 traz dados sobre as taxas de juros reais descontando-se a inflação medida pelo índice IGP_30. O retorno real *ex-post* dos depósitos do *overnight*, por exemplo, não foi negativo no acumulado do período 1989-91.

O mergulho mostrado no Gráfico 4 atingiu mais pesadamente os fundos de poupança compulsória como o FGTS, o PIS, o

7 A incerteza política e a aceleração das remarcações de preços resultou em compras significativas de ouro e dólar, bem como em fuga de capital. As aquisições de ouro e dólar ajudaram a reduzir o valor do total de haveres financeiros pelo funcionamento do imposto inflacionário sobre os saldos reais retidos pelos vendedores de dólar e pelos residentes domésticos ocupados com a extração do ouro.



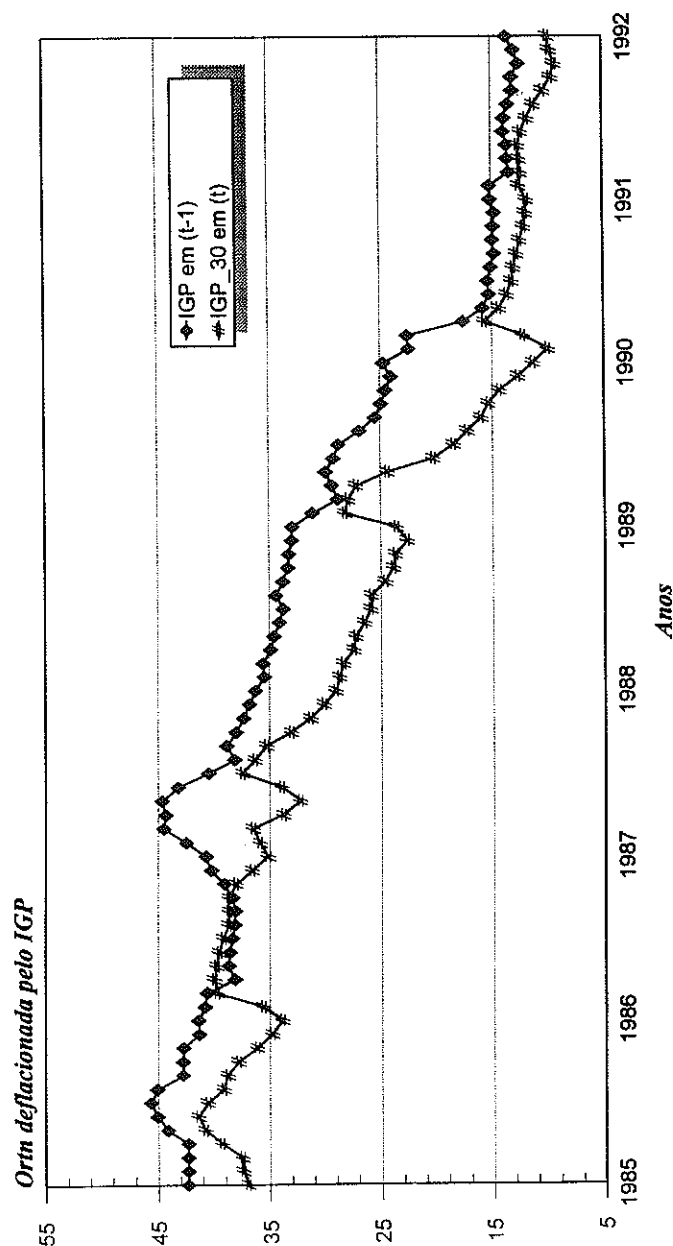
PASEP, e um pouco menos as contas de poupança,⁸ que recebiam a correção legal; e beneficiou os devedores privados e públicos cujas obrigações estavam indexadas às ORTNs e BTNs.

O Gráfico 6 mostra o rendimento esperado e o observado do FGTS — o fundo de poupança compulsório descontado da folha salarial que retorna aos trabalhadores quando são demitidos, na aposentadoria ou na compra de casa própria. O rendimento esperado (a linha apontando para cima) é o valor de Cr\$ 100 cruzeiros depositados em 1975, que capitalizou continuamente 3% ao ano de juros reais estabelecidos por lei. A linha que aponta para baixo é o rendimento real observado, calculado pela taxa de correção monetária descontada da inflação do IGP_30 no mês (t) mais a taxa de juros capitalizada de 3% ao ano. A diferença entre o rendimento esperado e o observado de janeiro de 1975 a janeiro de 1992 é de -87,8%. A mesma discrepância se aplica, com números levemente menores (queda de cerca de 78%), ao rendimento real das contas de poupança nesse período.

Os Gráficos de 4 a 6 indicam uma enorme transferência de riqueza de poupadores para emprestadores (que, entre outras coisas, provocou a falência do sistema financeiro da habitação). e ilustra a análise da seção 1 sobre o dismantelamento do padrão de financiamentos da economia.

Passando à esfera política e legal, o plano Collor I implicou muitas mudanças nas leis e regulamentos existentes, e o Congresso teve de votar várias medidas provisórias, no prazo de um mês, a partir de sua decretação. Embora tenha havido algum enfrentamento, especialmente em relação à lei salarial, o grosso da legislação proposta foi aprovado pelo Congresso. As muitas mudanças causadas pelo programa não foram, no entanto, seguidas de uma ação política efetiva e apresentavam várias incorreções legais, indicando pouca preparação jurídica das medidas. Com isso, motivaram contestações legais e sofreram diversas derrotas nos tribunais. O próprio bloqueio dos cruzados foi contestado, acusado de ferir o uso da propriedade, conforme está definido na Constituição. Esse caso ficou para ser julgado no Supremo, mas

⁸ Por exemplo, as contas de poupança com aniversário entre 1 e 15 de março receberam o crédito pleno da variação do IPC de março de 1990 (84,3%), embora a correção do BTN tivesse sido de apenas 41,3%. Para uma cronologia dos índices usados para estabelecer a correção monetária legal entre 1964 e 1987, ver Cabral (1987).



seu objeto caducou com o desbloqueio dos depósitos. No meio tempo, muitos juízes federais decidiram, ao longo de 1991, em favor da liberação de depósitos bloqueados. O acionamento mais freqüente da Justiça representa uma mudança de atitude em relação ao passado e a crença de que um Judiciário independente irá fortalecer a democracia. Mas, isso também impõe novas restrições à ação do Executivo e limita sua capacidade de mudar regras contratuais.

Entre as metas tornadas públicas pelo plano Collor I, a geração de um superávit operacional das contas do setor público era considerada como crucial (e mesmo suficiente) para a finalidade de derrotar a inflação. A medida operacional do déficit supostamente mede o déficit "real", ou seja, a pressão do setor público sobre os recursos disponíveis descontada a inflação observada, ou, alternativamente, o componente não inercial do déficit que precisa ser financiado.

Mas, o conceito é medido de uma maneira que camufla uma parte substancial do déficit, que necessita correção nas situações de inflação ascendente. A partir de 1989 a medida passou a deduzir a inflação apurada pelo índice de preços ao consumidor (IPC) no mês (t+1) da correção monetária paga no mês (t).⁹ O cálculo, portanto, afere o componente real *ex-post* das despesas com juros. No entanto, cada vez que a inflação sobe, e é maior que a taxa de correção monetária do mês anterior, a operação resulta em um valor negativo para as despesas reais com juros, o que é uma forma distinta de imposto inflacionário. Esse método resultou em um "superávit" de 7,8% na primeira metade de 1990, porque a inflação naquele período, de acordo com o INPC, foi de 632% e a correção monetária 301%. Portanto, a metodologia produziu uma informação falha do ponto de vista econômico, representando uma *proxy* da variação real no endividamento total do setor público *ex-post*, mas obscurecendo o déficit que precisaria ser corrigido.

O "déficit que necessita correção" é um conceito *ex-ante*, isto é, é a quantia de recursos que necessita ser obtida junto à população para

⁹ A mudança de método deveu-se à observação de que quando a inflação se eleva, como se deu em 1989, a taxa de inflação do mês anterior fica abaixo da inflação observada no presente, que se reflete nas taxas de juros. O cálculo do déficit operacional deduzindo a inflação do mês (t) resultou em um déficit de 12,4% para 1989. Se se deduz a inflação do mês (t+1), obtém-se o número 6,9%, apresentado na Tabela 5 — ver *Brasil, Programa Econômico*, vol. 24. O acordo Brasil-FMI, assinado em 1992, levou em conta as críticas formuladas no país e adotou o uso de uma média geométrica do IGP no mês (t) e no mês (t+1) para medir o déficit em 1992.

completar o excesso de gastos sobre a arrecadação. Esta é a razão porque os orçamentos são preparados antes de um ano fiscal. Uma alternativa ao problema, sugerida em Zini (1981b), é postular uma taxa real de juro *ex-ante*, estimar o superávit primário necessário, e perseguir o objetivo.

Embora haja essa distorção na metodologia, de todo o modo o plano Collor I conseguiu atingir um superávit operacional *ex-post*. Mas, este se mostrou insuficiente para abater a inflação pelas razões expostas na segunda seção.

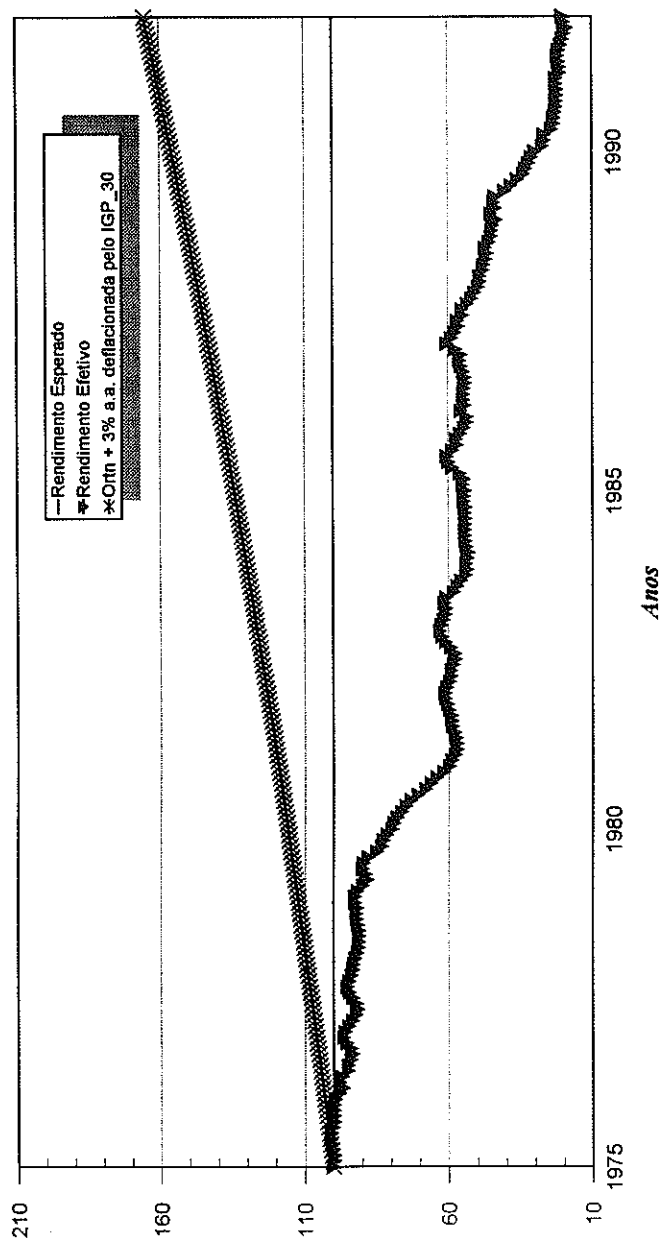
Dados os frágeis fundamentos da reforma monetária do plano Collor I, era previsível que a inflação iria retornar. Os aumentos percentuais de preços atingiram novamente os dois dígitos no segundo semestre de 1990, e foram reforçados por pressões advindas da desvalorização real da taxa de câmbio, iniciada em setembro, e pela subida dos preços agrícolas decorrentes da menor safra de 1990/91.

Plano Collor II — Em janeiro de 1991 foi instituído um novo congelamento de preços-salários, juntamente com um corte anunciado de 10% nas despesas correntes do governo, mudanças no mercado *overnight*, restrições à indexação de contratos de curto prazo (inclusive desindexando os impostos), e uma nova lei salarial proibindo a indexação mensal dos salários.¹⁰ O plano Collor II sugeria ainda que a moeda indexada era um elemento inflacionário e propunha um novo sistema de rolagem da dívida pública interna chamado Fundo de Aplicações Financeiras (FAF).

O FAF substituiu o mecanismo do *overnight* com o *status* legal de uma conta de poupança mútua, onde os depositantes assumem o risco de perdas de capital. O mês de fevereiro foi designado como o período de transição do antigo para o novo sistema. O rendimento passou a se basear na taxa de referência (TR), uma nova taxa básica de juro instituída pelo plano e calculada como uma média dos rendimentos previstos nos depósitos a prazo (CDBs) e nos títulos federais (ou seja, uma indexação *ex-ante*); os ativos são aplicados de acordo com porcentagens preestabelecidas em títulos federais e

¹⁰ A proibição da indexação salarial é inspirada em modelos que assumem que a indexação provoca uma espiral preços/salários, refletindo um conflito distributivo. Essa visão implica que para combater a inflação é necessário ou um pacto social ou a desindexação dos salários — ver Lopes (1986), Simonsen (1988) e Kandir (1989), entre outros. A indexação incompleta e não automática dos salários em 1990-91 não sustenta a visão de que a desindexação dos salários amenizaria a inflação.

FGTS: Rendimento Esperado VS Efetivo (Jan 1975 = 100)



estaduais, certificados de depósito privados e depósitos que rendem juros no Banco Central; a cláusula de recompra automática das aplicações foi abolida; o prazo em que os bancos podem manter recursos dos depositantes em suas contas próprias foi reduzido para um dia (reduzindo o ganho que tinham sobre o *float* de recursos de terceiros); e os saques sobre depósitos de menos de vinte dias úteis são tributados numa proporção inversa ao número de dias a partir do início do depósito (esse intervalo foi depois reduzido para quinze dias). Essa tributação, que fora instituída anteriormente no segundo semestre de 90, é um imposto inflacionário explícito porque os depósitos de curto prazo recebem uma taxa de juro real negativa.

A indexação à inflação esperada, por meio da taxa de referência, foi destacada como uma inovação crítica, assumindo-se que a indexação à inflação passada era responsável pelos principais problemas causados pelo *overnight*. Mas, como foi dito na seção 2 e nas equações (1) e (2), o problema não era esse; o obstáculo era a indexação em si e o grau de monetariedade dos depósitos lastreadores dos títulos públicos. Portanto, as novas regras não alteraram as coisas substancialmente: os rendimentos são menores que antes para depósitos de prazo muito curto, mas a liquidez é tão alta quanto antes. A divisão obrigatória dos depósitos do FAF, contudo, tornou a rolagem da dívida federal menos instável e teve o efeito colateral de obrigar os Estados a negociarem limites com o Banco Central para seus endividamentos.

O plano Collor II não teve sucesso em derrotar a inflação, repetindo erros e improvisando soluções para o impasse fiscal. A isso se somou uma forte oposição política, pressionando uma mudança da equipe econômica, e Marcílio M. Moreira foi nomeado Ministro da Economia em abril.

As políticas econômicas mudaram para uma orientação mais convencional, e a terapia de choque e o congelamento de preços foram explicitamente rejeitados (indicando uma resistência muito mais forte dos grupos econômicos a esses expedientes). Os controles de preço foram progressivamente eliminados nos meses seguintes, com exceção de um número muito pequeno de itens. A principal reversão de política se deu em relação à dívida externa e à decisão de renovar as negociações com os credores externos. Foi estabelecido um acordo com o FMI (assinado no início de 1992), e as conversas com os bancos credores avançaram.

Essas mudanças de orientação da política econômica receberam o apoio dos principais setores empresariais. A privatização foi finalmente iniciada, mais ao fim do ano, e quatro empresas foram

privatizadas através de leilões, durante 1991. Uma crítica que se faz a esse processo, no entanto, é que as vendas foram feitas principalmente em troca de títulos públicos de baixa qualidade (debêntures da Siderbrás, títulos da dívida agrária e certificações de privatização). Sobre a privatização no Brasil, ver Pinheiro e Giambiagi (1992).

Do lado fiscal, não houve qualquer iniciativa importante para mudar o orçamento de 1991; os esforços se voltaram para uma correção fiscal no final do ano, válida para 1992. Um acordo para aumentar os impostos foi fechado com o Congresso, em dezembro, procurando reverter as perdas de receita causadas por um erro legal no plano Collor II, que desindexou os impostos, e reconstituir as contribuições à seguridade social.

A devolução da primeira parcela dos cruzados novos bloqueados era um obstáculo perigoso a ser enfrentado em setembro. A equipe econômica teve sucesso na criação de um clima de menor ansiedade sobre os instrumentos financeiros e adotou uma política de altas taxas de juros para estimular a poupança. Feito isso, iniciou a liberação dos depósitos em agosto. Essa política ajudou a recaptura, pelo sistema bancário, dos depósitos liberados, mas não evitou um salto na inflação de agosto a outubro, um resultado estimulado por uma desvalorização um pouco atabalhoada da taxa de câmbio no final de setembro.

Não obstante, a política foi custosa. A partir de outubro, o Banco Central teve de remunerar seus títulos a 3-4% acima das taxas mensais de inflação (Tabela 10), ou seja, taxas reais anuais de 40% a 60%, revertendo para os depositantes parte das perdas impostas pelo plano Collor I. Um estudo do Banco Central (1992) estimou que as despesas com juros reais iria somar cerca de US\$ 21 bilhões em 1992 (5% do PIB). Ademais, a taxa referencial (TR) passou a ser fixada acima da inflação após outubro de 1991, mas afeta não só a remuneração real das aplicações financeiras como várias modalidades de contratos a ela indexados, provocando, assim, uma nova distorção.

Apesar das altas taxas de juros reais, a inflação se manteve no patamar de 23-25% ao mês no quarto trimestre de 1991. As altas taxas de juros reais provocaram uma nova recessão e estimularam a entrada de fluxos de capitais externos de curto prazo (permitindo um ganho nas reservas internacionais), mas deram início, também, a um novo processo de rápida expansão da dívida pública interna. Dadas as experiências passadas, esses fatores se constituíam em uma base precária para a estabilização, como se verificou em 1992.

XII.4 - Arcabouço para uma Reforma Monetária

Uma reforma monetária é necessária no Brasil devido às propriedades desestabilizadoras da dívida interna financiada por depósitos bancários. A indexação e a alta liquidez desses depósitos barram qualquer esforço consistente de se eliminar a inflação. Além disso, as distorções acumuladas na década de 80, dentro do esquema de indexação, e as graves transferências de riqueza, assim provocadas, deterioraram a funcionalidade de uma dívida em títulos de curto prazo e enfraqueceram a confiança nos instrumentos monetários. Conseqüentemente, uma reforma desse sistema de financiamento está na ordem do dia.

As reformas monetárias são episódios críticos, que transformam o estoque de uma moeda depreciada em uma nova moeda de curso legal, e redefinem os mecanismos que controlam o processo de criação de moeda, implicando, normalmente, consolidação, reestruturação ou destruição de dívidas antigas. Complementarmente, as reformas monetárias podem ser definidas como episódios que estabelecem um regime fiscal estabilizador, resolvendo, assim, problemas de pendências de dívida (*debt overhang*).

A consolidação de dívidas governamentais (que, por definição, inclui o estoque de moeda) assumiu muitas formas ao longo da história, do calote simples e dos confiscos medievais até procedimentos mais elaborados [ver Veitch (1986), Smith (1976), Alesina (1988) e Dornbusch e Dragui (1989)]. A cidade de Washington, por exemplo, foi fundada num acordo entre Thomas Jefferson e Alexander Hamilton para consolidar as dívidas incorridas na Guerra de Independência norte-americana [ver Hamilton (1934)], e depois da Segunda Guerra Mundial mais de 24 reformas monetárias foram postas em prática para erigir sistemas monetários isentos de dívidas velhas ou da circulação de moeda em excesso, emitida durante a guerra [ver Gurley (1953) e Ridder (1947/48)].

Essas definições e fatos precisam ser recapitulados devido a uma crítica freqüente, embora incorreta, de que as reformas monetárias "não têm precedentes" ou que apenas são mecanismos para infligir perdas. Comentários desta natureza ignoram a história e o ensinamento gerado nesses episódios.

As numerosas ocasiões de consolidação de dívida ainda não resultaram em um tratado sobre como proceder em relação à reforma da moeda, mas algumas lições podem ser resgatadas. Uma diretiva das finanças públicas clássicas era fazer provisões

pequenas, regulares e graduais para pagar empréstimos velhos, aliviando, assim, a carga de juros. O conceito de fundos de amortização originou-se dessa idéia; a implementação do primeiro fundo desse tipo é atribuída a sir Robert Walpole, na Inglaterra, em 1716.

A Grã-Bretanha tem, provavelmente, a mais longa experiência com fundos públicos de amortização, assim como controvérsias bem documentadas sobre os usos e abusos do financiamento de longo prazo de dívida pública. Em 1827, Lord Grenville escreveu *An Essay on the Sinking Fund*, sobre a solidez desse mecanismo, e chegou a alguns princípios que deveriam presidir sua engenharia financeira [ver Einaudi (1949, p. 447)]: "amortizações só deveriam ser feitas em épocas normais e não deveriam ser tão pesadas para que não levassem a atos onerosos sobre os credores; qualquer sistema de amortização que exija contrair novos empréstimos geralmente leva a impasses fiscais — é necessária uma visão de longo prazo". É importante notar que essas considerações estão em oposição direta ao sistema de correção monetária e à rolagem contínua de dívidas de curto prazo. A indexação não só mascara os sinais econômicos (as taxas de juros reais não deveriam variar ao longo de um ciclo econômico?), mas sua utilização generalizada leva ao beco sem saída observado no Brasil.

As finanças públicas clássicas também enfatizavam a diferença entre uma dívida pública flutuante de curto prazo e uma dívida fundada de longo prazo. Fundar uma dívida pública é estender o vencimento das obrigações, dando em troca maiores garantias, como participações fixas em receitas públicas específicas ou garantias reais. A idéia de securitização, tão bem-sucedida nos mercados financeiros internacionais na década de 80, deriva basicamente da mesma noção. O objetivo de fundar uma dívida é aliviar seu peso sobre o orçamento público, reduzindo, assim, o risco de inadimplência.

Há muitas maneiras diferentes de consolidar uma dívida, algumas implicam calotes, outras não. Em muitos casos é necessária uma conversão obrigatória de dívida, em outros, como a bem-sucedida consolidação da dívida francesa realizada por Poincaré em 1926, pode ocorrer a conversão voluntária [ver Prati (1991)]. Na proposta delineada em Zini (1989) e rerepresentada a seguir, a idéia é que o valor atual, descontado do fluxo de pagamentos proposto, seja igual ao valor da dívida. O arcabouço

acrescenta alguns outros atributos desejados para dar conta dos problemas discutidos antes:

- . A correção monetária legal seria retirada da dívida pública, permitindo, assim, a desindexação total da economia; em troca, um título securitizado garantiria o principal.
- . O lastro para garantir o valor do capital da dívida velha seria depositado em um novo fundo, sendo constituído de ações de empresas estatais e títulos estrangeiros. O fluxo de juros sairia do orçamento anual. Esse esquema de securitização preveniria os recorrentes calotes parciais, verificados nos últimos anos.
- . O governo já possui os recursos para essa consolidação, na forma de ações de empresas estatais e reservas internacionais (que poderiam ser usadas para comprar títulos do Tesouro norte-americano ou ativos similares).
- . Seria estabelecida uma Administração da Consolidação da Dívida independente, ficando seus ativos fora do alcance legal do Executivo, para proteger seus recursos e obrigações.
- . Um título de longo prazo, não resgatável antes do vencimento, seria instituído para dar conta da questão da liquidez, e o Tesouro desautorizado a realizar operações de curto prazo.
- . Para excluir o financiamento de curto prazo do Tesouro, o orçamento precisa ser equilibrado por um período de tempo. A consistência geral do orçamento é a pedra angular do sucesso da política. A proposta implica a geração de um superávit primário para pagar juros, mas, dada a situação financeira mais saudável que resulta, as taxas de juros cairiam, reduzindo assim essas despesas.
- . Para colocar a conversão em marcha é necessária uma negociação política para dar credibilidade e coesão à mudança de política.

A confiança nos títulos novos seria assegurada por resultados consistentes da gestão fiscal. Um título público de longo prazo securitizado permitiria a eliminação da correção monetária e criaria uma âncora nominal na economia, ajudando a estabelecer um grupo de pressão em favor da estabilidade de preços. Mas, essa característica não é essencial; o controle da liquidez, sim.

O novo título poderia ser negociado em um mercado secundário, inicialmente com algum prêmio pela liquidez.

Uma reforma monetária consistente equivale a estabelecer um regime fiscal bem ajustado. Um regime fiscal e monetário estabilizador é o que evita que déficits orçamentários sejam financiados por meio da criação de moeda ou do endividamento de curto prazo. Ou seja, um sistema no qual o fluxo de arrecadação tributária cubra as obrigações incorridas pelo Estado, inclusive os pagamentos sobre suas dívidas e despesas de capital sobre investimentos inadiáveis. Quando isso acontece, as expectativas sobre a inflação convergem para a estabilidade monetária.

XII.5 - Conclusões

Este texto tratou da crise econômica e financeira que o Brasil atravessou nos últimos anos e das reformas trazidas pelo plano Collor. A mudança para um regime fiscal e monetário saudável, necessário para reduzir a inflação, exige que se enfrente o problema colocado pela estrutura temporal da dívida de curto prazo do país. Uma reforma fiscal, por si só, não constituiria uma mudança crível de regime nas condições atuais, e não restringiria a capacidade de os governos futuros alterarem as regras de indexação quando fosse necessário. Se se tratasse apenas de uma questão fiscal, os superávits primários, gerados ao longo da década de 80 [ver Tabela 5], teriam aplacado o ímpeto da inflação. O impasse do Brasil tem um componente financeiro que não pode ser negligenciado.

O desmantelamento do padrão de financiamento da economia brasileira foi um processo iniciado na segunda metade da década de 70, com as ambiciosas metas de desenvolvimento adotadas pelo governo Geisel. A multiplicação dos esquemas de financiamento público para fomentar atividades, o explosivo surgimento de empresas de capital misto (estatal e privado), e os consideráveis subsídios formulados para implementar o II Plano Nacional de Desenvolvimento (1975-79) aumentaram demais a pressão sobre os canais de financiamento. Os choques externos negativos de 1979-80 e o racionamento dos créditos externos representaram um golpe muito forte sobre um sistema que já estava extenuado. O governo Figueiredo (1979-85) enfrentou esses custos, mas se mostrou incapaz de reparar os danos, dada a extensão dos choques. E sua tentativa de preservar o regime

militar o impediu de executar reformas mais complexas que exigiriam um novo consenso político. O retorno do poder aos civis em 1985 criou as precondições políticas, mas o governo caiu na armadilha de acreditar que havia uma solução fácil para a inflação, que permitiria livrá-lo das contenções de 1983-84. As duras realidades que tinham de ser enfrentadas foram, assim, adiadas. O governo Collor poderia ter iniciado a saída do impasse, mas suas políticas indicaram uma compreensão superficial dos problemas, e desperdiçou, assim, uma oportunidade histórica.

A reforma monetária do plano Collor foi um episódio agudo de intervenção estatal e uma tentativa de recuperar instrumentos para a execução de políticas públicas, mas falhou nos dois sentidos. Por trás da auto-suficiência do plano estava uma visão profundamente arraigada de que o Estado, enquanto fonte tradicional de favores no Brasil, era também capaz de mudar as regras para atingir suas metas, não importa que perdas causasse. Essa atitude pode agora estar se dissipando, devido a uma atitude mais independente do Judiciário e uma postura mais questionadora por parte de setores economicamente organizados da população. A crise brasileira requer uma revisão de políticas e práticas estatais antiquadas, com maior busca de consenso. A crise, mais que nunca, é política, mas sua superação dependerá do fornecimento de alternativas para os impedimentos econômicos aqui examinados.

Bibliografia

- Alesina, A. 1988. "The End of Large Public Debts", in F. Giavazzie L. Spaventa, eds., *High Public Debts: The Italian Experience*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Cabral, J. R. 1987. "Correção Monetária: Retrospectiva", *Conjuntura Econômica*, 41(10):34-35.
- Cacciamalli, M. C. 1991. "As Economias Informal e Submersa: Conceitos e Distribuição da Renda", in J. M. Camargo e F. Giambiagi, orgs., *Distribuição de Renda no Brasil*. Rio de Janeiro: Paz e Terra.
- Banco Central do Brasil 1991. *Relatório Anual, 1990*. Brasília: Banco Central do Brasil.
- _____. 1992. "Evolução Recente da Dívida Mobiliária", mimeo. Brasília: Banco Central do Brasil.

- Dinsmoor, J. 1991. *Brazil: Responses to the Debt Crisis*. Washington, D.C: Interamerican Development Bank.
- Dornbusch, R. e M. Draghi, eds., 1989. *Public Debt Management: Theory and History*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Einaudi, L. 1949. *Principi di Scienza della Finanza*. Torino: Giulio Einaudi Editore.
- Faro, C., org., 1990. *Plano Collor: Avaliações e Perspectivas*. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos.
- _____, org., 1991. *A Economia Pós Plano Collor II*. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos.
- Giambiagi, F. 1991. "Problemas de Financiamento do Setor Público", mimeo. Rio de Janeiro: BNDES.
- Gurley, J. 1953. "Excess Liquidity and European Monetary Reforms, 1944-52", *American Economic Review*, 43(1):76-100.
- Hamilton, A. 1934. *Papers on Public Credit, Commerce and Finance*. New York: Columbia University Press.
- IBGE 1991. *Indicadores IBGE*, Suplemento/Contas Nacionais, Julho. Rio de Janeiro: IBGE.
- Kandir, A. 1989. *A Dinâmica da Inflação*. São Paulo: Nobel.
- Lopes, F. 1986. *Choque Heterodoxo: Combate à Inflação e Reforma Monetária*. Rio de Janeiro: Campus.
- Mendonça de Barros, J. R. et al. 1991. "Perdas de Capital de Giro do Setor Privado desde Março de 1990", mimeo. São Paulo: M.B. Associados.
- Moura da Silva, A. 1979. "Intermediação Financeira no Brasil", mimeo. São Paulo: FIPE.
- Nakamura, T. 1981. *The Postwar Japanese Economy*. Tokyo: University of Tokyo Press.
- Pinheiro, A. e F. Giambiagi 1992. "As Empresas Estatais e o Programa de Privatização do Governo Collor", mimeo. Rio de Janeiro: BNDES.
- PNAD-IBGE 1990. *Síntese de Indicadores da Pesquisa Básica da PNAD de 1981 a 1989*. Rio de Janeiro: IBGE.
- Prati, A. 1991. "Poincaré's Stabilization", *Journal of Monetary Economics*, 27:213-39.
- Ridder, V. A. 1947-48. "The Belgian Monetary Reform", *Review of Economic Studies*, 15(2):51-69.
- Shinjo, H. 1962. *History of the Yen*. Tokyo: Kinokuniya Bookstore.
- Shiomi, S. 1957. *Japan's Finance and Taxation; 1940/1956*. New York: Columbia University Press.
- Simonsen, M. H. 1988. "Macroeconomia e Teoria dos Jogos", *Anais do XVI Encontro Nacional de Economia*, p. 1-96. Belo Horizonte: Anpec.
- Smith, A. 1976. *The Wealth of Nations*. Chicago: University of Chicago Press.
- Tavares, M. C. 1983. "O Sistema Financeiro Brasileiro e o Ciclo de Expansão Recente", in L. G. Belluzzo e L. Coutinho, orgs., *Desenvolvimento Capitalista no Brasil*, vol. II. São Paulo: Brasiliense.
- Veitch, J. 1986. "Repudiations and Confiscations by the Medieval State", *Journal of Economic History*, 46(1):31-36.
- Zini Jr., A. 1982. *Uma Avaliação do Setor Financeiro no Brasil: Das Reformas de 1964-65 à Crise dos Anos Oitenta*. Campinas: Depe/Unicamp, Dissertação de Mestrado. [Capítulo 5 publicado em *Ensaio da Fundação de Economia e Estatística*, 4(2):85-113, 1984.]
- _____. 1989. "Fundar a Dívida Pública", *Planejamento e Políticas Públicas*, 2:39-60.
- _____. 1991a. "Moeda Indexada e o Governo Collor", in C. Faro, org., *A Economia Pós Plano Collor II*. p. 9-15. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos.
- _____. 1991b. "A Metodologia Enganosa do Déficit Operacional", *Revista de Economia Política*, 11(3):104-110.
- _____. 1992. *Taxa de Câmbio e Política Cambial no Brasil*. São Paulo: Editora da Universidade de São Paulo e BM&F.