Em 15 de março de 1990, um presidente recém-eleito, Fernando Collor de Mello, tomou posse; no dia seguinte, anunciou um ambicioso programa de estabilização, incluindo uma profunda reforma monetária. Foi um ataque dramático à inflação que impôs o cancelamento de uma parte substancial da dívida pública e uma moratória monetária de 18 meses, envolvendo cerca de 70% dos ativos financeiros domésticos. O novo presidente fez o que pôde para controlar a inflação. Não adotou atitudes populistas que caracterizaram a administração Sarney. Após 90 dias, porém, estava claro que o plano havia fracassado: a inflação estava de volta, da mesma forma que já havia ocorrido com os planos anteriores, e uma recessão teve início, em contraste com os planos anteriores. Como vimos no Capítulo 7, naquele momento, a economia brasileira estava enfrentando, pela primeira vez, uma hiperinflação. A taxa de inflação em fevereiro de 1990 foi de mais de 80%. Estava claro para os agentes econômicos que a nova administração teria de adotar medidas excepcionais de emergência. Após o fracasso do Plano Verão, a capacidade do governo Sarney de elaborar políticas havia-se esgotado; o Estado se imobilizara. Todos concordavam que a velha administração não poderia fazer mais nada. Todas as expectativas recaíam sobre o novo governo.

AS ALTERNATIVAS

Em 1989, o debate econômico foi intenso. Finalmente, um consenso formou-se em torno da gravidade da crise, seu caráter fiscal e a necessidade de um profundo ajuste fiscal.¹ Como a taxa de câmbio — durante e após o Plano Verão — foi valorizada em torno de 40%, um consenso também se formou acerca da necessidade de uma desvalorização do cruzado. Nenhum acordo, entretanto, foi feito sobre as duas matérias: nem sobre a necessidade de um novo ataque frontal à inflação, nem sobre uma moratória da dívida interna.

* Este capítulo foi escrito com Yoshiaki Nakano.

O debate sobre a política de estabilização dividia os economistas em três grupos: (1) os monetaristas ortodoxos, que acreditavam que nem uma política de rendas nem um mecanismo para neutralizar a inflação inercial eram necessários; (2) os monetaristas não-ortodoxos que reconheciam os altos custos sociais e econômicos das políticas ortodoxas em situações de inflação crônica e, assim, incorporavam algumas idéias neo-estruturalistas sobre a inflação inercial (Blejer e Liviatan, 1987; Kiguel e Liviatan, 1988); e (3) os neo-estruturalistas (e pós-keynesianos) que acreditavam que, além da política monetária e fiscal, uma profunda reforma econômica deveria ser combinada com um programa de estabilização, no qual um novo congelamento de preços ou outra forma de neutralizar a inércia era o primeiro passo necessário. A visão monetarista ortodoxa não era seriamente considerada no Brasil. Embora não abertamente, a maioria dos economistas monetaristas sabia que, quando a inflação possui um alto componente inercial, os custos econômicos e sociais de um choque fiscal e monetário não combinados com algum tipo de política de neutralização da inércia são muito altos.

A idéia de uma desindexação gradual da economia, com metas decrescentes de inflação, tinha mais partidários. A experiência, porém, mostrou que quando a inflação é crônica e chega a níveis altos, os programas graduais são ineficazes, e somente uma terapia de choque pode funcionar (Yeager e associados, 1981). A impopularidade dos congelamentos junto às elites brasileiras, no entanto, dadas as experiências anteriores, reforçou a atitude de rejeição a um novo congelamento. Teoricamente, a inflação inercial pode ser combatida de forma gradual. O que era esquecido por esses economistas é que o gradualismo é possível apenas quando a inflação inercial encontra-se nos primeiros estádios: é muito difícil e implica enorme custo social quando atinge o patamar de mais de um dígito ao mês; e é impossível quando a inflação aproxima-se da hiperinflação.

A inviabilidade do gradualismo quando a inflação é muito alta pode ser explicada considerando-se um comportamento do tipo *free rider*. Vamos supor duas situações: uma em que a inflação seja de 4% ao mês; outra em que seja de 80% ao mês. Em ambos os casos, a decisão é reduzir a inflação gradualmente ao longo de quatro meses, dividindo-a pela metade a cada mês e definindo-se orientações (*guide lines*) para os agentes econômicos, em termos de prefixação decrescente das desvalorizações nominais da taxa de câmbio. No primeiro caso, o prêmio do *free-rider* por não seguir a diretriz é de 2%; no segundo caso é de 40%. Nos dois casos, o risco é o mesmo. Se, em vez de definir orientações, o governo decidisse impor uma trajetória gradual de redução da inflação, as mesmas dificuldades surgiriam diversas vezes. Na rea-

lidade, essas dificuldades seriam maiores porque é mais fácil controlar um congelamento completo do que um parcial. No primeiro caso, a regra é muito simples: os preços devem continuar os mesmos. No segundo, a regra pode também ser clara, mas de controle mais difícil por parte do governo e dos agentes econômicos: os preços devem elevar-se segundo uma taxa predeterminada e decrescente.

O debate acerca da necessidade de uma moratória da dívida interna concentrava-se em dois aspectos: a magnitude da dívida e sua maturidade. Os proponentes da moratória diziam, primeiro, que a dívida era a causa básica do déficit orçamentário, dado o montante de juros a ser pago, e, segundo, que havia grande probabilidade de os agentes econômicos — vítimas da ilusão monetária — gastarem seus ativos financeiros (investidos em títulos do Tesouro e poupanças) tão logo parassem de contar com os enormes aumentos nominais em seus ativos indexados todo mês. Neste caso, a taxa de juros nominal reduzida levaria os agentes econômicos a consumir ou a investir além de sua capacidade patrimonial, provocando, assim, grande aumento na demanda agregada imediatamente após o choque de preços. O Plano Cruzado era apresentado como uma demonstração empírica dessa hipótese.

O primeiro argumento sobre a dimensão da dívida pública era frágil. A dívida interna, embora crescente, não era muito alta. O total de títulos do Tesouro representava 6% do PIB em 1979 e cerca de 13% em 1989. Para alcançar 50% do PIB (dívida pública total) temos de acrescentar cerca de 12% do PIB à dívida interna das empresas estatais, estados e municípios, e 25% da dívida pública externa total.

O encargo de juros sobre a dívida doméstica era de fato alto: em torno de 3% em média do PIB antes de 1989.² Nesse ano, depois do Plano Verão, que assinalara a perda de controle da economia pelo governo, as taxas de juros reais pagas pelos governos explodiram e a economia caminhava para a hiperinflação. Os juros pagos sobre a dívida interna pularam para 9.5% do PIB (Tabela 13.1).³

O verdadeiro problema com a dívida do Estado era a maturidade muito curta dos títulos do Tesouro, que eram quase que integralmente financiados no mercado de *overnight*, mostrando que o Estado havia perdido o crédito e a credibilidade. Esse fato foi apresentado como segundo argumento em favor da uma moratória doméstica. Os agentes econômicos poderiam transformar seus ativos financeiros líquidos em consumo ou investimentos, em ativos reais portanto, no momento em que os ativos financeiros deixassem de ter aumentos nominais. Mas isso representava mais uma possibilidade do que uma necessidade. Depois do congelamento de preços de 1987 não tinha

Tabela 13.1: Pagamento de Juros pelo Setor Público (% do PIB)

	Dívida Externa	Dívida Interna	Total	Déficit Público
1983	3,70	3,01	6,71	4,4
1984	3,89	3,30	7,19	3,0
1985	4,47	3,44	7,91	4,3
1986	2,89	2,23	5,12	3,6
1987	2,62	2,17	4,79	5,5
1988	2,85	2,88	5,73	4,3
1989	2,80	9,50	12,30	12,4

Fontes: O número total para 1989, Banco Central, *Brasil, programa econômico*, vol. 24, março 1990, p. 66. O juro sobre a dívida externa é estimado, e sobre a dívida interna, um resíduo. Obs.: A diferença entre o déficit público (NFSP em termos operacionais) e os encargos de juros do setor público é o déficit primário ou o déficit excluindo-se os juros. Apenas em 1987 e 1989 o Brasil apresentou de fato um déficit primário.

havido mais fuga dos ativos monetários em direção aos ativos reais. Os custos e riscos dessa fuga são normalmente muito altos. Se esta fuga ocorre, como aconteceu em 1989, por conta do medo da hiperinflação e da moratória interna, os custos e riscos de comprar ativos reais supervalorizados (dólar, ouro, imóveis) são muito altos. Na verdade, nessas circunstâncias, o grau de liberdade dos agentes econômicos em relação a seus portfólios é muito menor.

A LÓGICA DA REFORMA MONETÁRIA

O plano de estabilização — o Plano Collor — adotado pelo novo governo no segundo dia de seu mandato (16 de março de 1990) incluía quatro séries de medidas de curto prazo: (1) reforma monetária, incluindo o congelamento de 70% dos ativos financeiros do setor privado; (2) ajuste fiscal, do qual fizeram parte medidas *once and for all* de cancelamento de parte da dívida; (3) um novo congelamento de preços; e (4) introdução de uma taxa de câmbio flutuante. As políticas de médio prazo incluíam a liberalização do comércio externo e a privatização.

Essas medidas de curto prazo foram importantes, mas a ênfase do programa de estabilização foi a moratória interna acompanhada de uma estrita política monetária. Tentou-se controlar a inflação com uma radical restrição

monetária. Nesse aspecto, foi um plano de estabilização ortodoxo típico. O aspecto heterodoxo do plano — o congelamento de preços — era secundário porque, primeiro, não utilizava as tabelas de conversão necessárias para neutralizar a inércia e, segundo, porque o congelamento de preços foi suspenso quase que imediatamente após a reforma monetária.

A reforma monetária adotada tinha alguma semelhança com as reformas feitas depois da Segunda Guerra Mundial no Japão, na Bélgica, na Alemanha Ocidental e em outros países europeus, embora incluísse aspectos específicos. Em vez de estabelecer um fator de conversão maior que 1 entre a velha moeda (o *cruzado novo*) e a nova moeda (o *cruzeiro*),⁴ cerca de 70% dos ativos financeiros (M4) foram bloqueados em cruzados novos (que podiam apenas ser utilizados para pagar dívidas passadas) e os restantes 30% foram imediatamente convertidos para cruzeiros.⁵ Enquanto na Alemanha os *reichmarks* deixaram de ser utilizados como moeda, os cruzados novos — além de serem usados para pagar dívidas contraídas antes de 16 de março — seriam, depois de 18 meses, devolvidos em 20 parcelas, com correção total da inflação e uma taxa de juros anual de 6%.

Essa conversão de 30% dos cruzados novos para cruzeiros foi o resultado ponderado da conversão de 20% de todos os ativos financeiros (aplicações financeiras, depósitos a prazo e mesmo depósitos a vista) exceto poupanças, em que a conversão era limitada a 50 mil cruzeiros. As mesmas regras valiam para indivíduos e empresas, enquanto na Alemanha, por exemplo, as firmas recebiam — além dos marcos alemães correspondentes à taxa de câmbio — 60 marcos alemães por empregado (a mesma quantia mínima que cada indivíduo recebia).

Por que se decidiu impor uma moratória doméstica radical? Se o problema fosse a possibilidade de os agentes econômicos fugirem dos ativos financeiros para o consumo, em seguida ao choque, a moratória poderia ser decidida num segundo momento, no caso de essa possibilidade se concretizar. Diferentes razões levaram as novas autoridades econômicas a impor a moratória. Estavam diante da inviabilidade de um ajuste fiscal drástico num prazo muito curto. Além disso, sentiram que o aperto monetário derrubaria a inflação.

Essa foi a verdadeira lógica por trás da moratória interna. O ajuste fiscal de médio prazo que propiciaria o superávit fiscal necessário era de, aproximadamente, 7% do PIB ao ano. Esse número pode ser explicado de duas formas: em termos fiscais e em termos de conta nacional. Em termos fiscais ou de NFSP, o déficit público operacional do Brasil em 1987 e 1988 era, em média, de 5%. Em 1989, houve um aumento para 12,4%. Mas este número

superestima o déficit permanente, por conta dos juros excepcionalmente altos pagos pelo Estado naquele ano. Em termos de contas nacionais, podemos chegar a um número semelhante, considerando que a poupança do setor público era negativa, em torno de 3% do PIB, e deveria ser positiva, em torno de 4% do PIB, para conseguir financiar os programas essenciais de investimento do Estado. De acordo com este segundo motivo, é claro que estamos assumindo que o ajuste fiscal necessário não poderia impor reduções futuras no investimento público. O ajuste fiscal tinha de ser feito com a elevação de impostos e com o corte de gastos correntes.

O objetivo era o de gerar um superávit orçamentário, ainda que pequeno, dado que, durante a transição para a estabilidade, o governo foi proibido de apelar para financiamentos domésticos ou internacionais adicionais. Após a estabilização, o superávit orçamentário proporcionaria ao governo algum grau de liberdade para estimular a demanda agregada e recuperar o crescimento com estabilidade.

Está bastante claro hoje em dia que, dadas as limitações políticas e constitucionais que enfrentava, o novo governo não tinha poder para impor tal ajuste fiscal dentro do tempo requerido. A Constituição estabelece o princípio da anuidade para os impostos. Em termos políticos, não havia apoio suficiente no Brasil — nem no Congresso nem entre as elites empresariais — para aumentar impostos ao nível necessário na época.

O AJUSTE FISCAL

Imediatamente após o choque de 16 de março, não foi fácil calcular o tamanho do ajuste fiscal embutido no plano. Não havia dúvida, no entanto, que o ajuste foi considerável. Não foi totalmente permanente. O cancelamento final da dívida pública, logrado principalmente pela supressão da correção monetária durante os dias após o plano, somava US\$ 28 bilhões — em torno de 7% do PIB. Em 1990, a economia brasileira apresentou um superávit orçamentário, e em 1991 o déficit foi virtualmente zero (Tabela 13.2).

O ajuste fiscal foi portanto significativo. Envolveu aumento de impostos, redução de despesas e cancelamento de parte da dívida. É verdade que uma medida de estoque como o cancelamento da dívida pública não é o substituto real para um ajuste fiscal permanente; não deve também ser confundido com uma política monetária que efetivamente controle o fluxo de oferta de moeda.

Tabela 13.2: Déficits Orçamentários antes e depois do Plano Collor (% PIB)

	Primário	Operacional
1987	1,0	5,7
1988	-0,9	4,8
1989	1,0	6,9
1990	-4,7	-1,4
1991	-2,8	0,2
1992	-1,3	1,9

Fonte: Banco Central, *Brasil, programa econômico*, vários números.

O cancelamento da dívida ocorreu de diversas formas. Três dias de feriado bancário, durante os quais os títulos do Tesouro não foram ajustados pela inflação, representaram uma redução percentual de quase 8% na dívida total. Um imposto sobre o capital (IOF) impôs uma redução de cerca de 9% no estoque da dívida pública. E alguma redução também foi obtida ao não se aplicar correção total para ativos financeiros em março de 1990 (a BTN foi limitada a um aumento de 41%).⁶ Esta redução da dívida, somada à redução forçada das taxas de juros sobre a dívida pública congelada, levou a certa redução dos juros para o setor público.

A incapacidade do ajuste fiscal embutido no Plano Collor em controlar a inflação confirmou dramaticamente a teoria da inflação inercial. Segundo essa abordagem, o déficit público não era a causa direta da alta inflação brasileira. Dada a inflação crônica ou inercial, o déficit público é normalmente uma forma conveniente de validar a expansão nominal da oferta de moeda exigida pelo aumento na demanda por moeda para transações (Bresser Pereira e Nakano, 1983).

A QUESTÃO DA LIQUIDEZ

Um programa de estabilização normalmente implica certo nível de recessão na economia, mesmo que a inflação anterior não possa ser diretamente atribuída ao excesso de demanda. Ajuste fiscal e controle monetário têm caráter recessivo, o controle de salários provoca uma redução da atividade econômica, e a necessidade de manter uma âncora nominal (habitualmente a taxa de câmbio) requer, contraditoriamente, uma desvalorização cambial

prévia. Se no plano de estabilização for incluído um congelamento, a demanda agregada reprimida facilitará a subsequente liberalização de preços.

O programa de estabilização de Collor assumiu como um de seus objetivos — ou como uma consequência necessária — provocar uma recessão moderada. A idéia geral e correta era a de que é impossível estabilizar uma economia tão profundamente desequilibrada sem algum sacrifício. O instrumento utilizado para impor esse sacrifício foi basicamente a redução da oferta de moeda. Esta redução, porém, foi tão radical e afetou de tal forma as empresas que desorganizou a produção e levou a economia a uma recessão muito mais profunda que a esperada, sem que todavia se lograsse o tão buscado controle sobre a inflação.

Nos primeiros sessenta dias após a implementação do plano, a atenção do público e dos economistas voltou-se para a questão da liquidez. Primeiro, a aguda redução da liquidez era tida tanto como a causa da estabilização como a razão da recessão. Segundo, quando a oferta de moeda começou a aumentar, culpou-se o excesso de demanda pelo reaparecimento da inflação. Minha visão do problema é, primeiro, que a recessão era o resultado — do lado da oferta — da desorganização da produção causada pelo congelamento dos ativos financeiros, incluindo o capital de giro, e não o resultado da redução da liquidez e a consequente queda na demanda. Segundo, que o aumento da oferta de moeda que imediatamente se seguiu era uma demonstração clara do caráter endógeno daquela oferta de moeda. E, terceiro, que o ressurgimento da inflação não pode estar relacionado a esse aumento. Discuto, inicialmente, os dois primeiros pontos; o último, analisarei mais adiante.

De acordo com a economia neo-estruturalista e pós-keynesiana, a oferta de moeda é endógena.⁷ É basicamente determinada pela demanda por moeda; acomoda o aumento do PIB e sanciona a taxa de inflação. A restrição orçamentária do Estado, numa economia fechada ou altamente endividada requer que o déficit fiscal, D , seja financiado pela criação líquida de dívida pública: um aumento na oferta de moeda, dM , e a emissão de títulos públicos, dB .

$$D = dB + dM$$

A economia convencional assume que, nessa equação, tanto dM quanto D sejam as variáveis exógenas. Quando D é o fator determinante, o aumento na oferta de moeda é visto como um resíduo, dada a incapacidade do governo de financiar adequadamente o déficit com títulos do Tesouro. Se isto já não é totalmente verdade quando prevalece uma inflação moderada, é evidentemente inválido quando a inflação é muito alta e também crônica ou inercial. Neste caso, a oferta nominal de moeda — e, portanto, dM — é determinada pela demanda por moeda, e, dado o déficit público, o aumento no

endividamento governamental passa a ser o resíduo. Em termos puramente inerciais, se o déficit público é constante em termos reais, as três variáveis nominais aumentarão à mesma taxa da inflação. No Brasil, antes do plano de estabilização, o Banco Central projetava a taxa de inflação e passivamente estabelecia o aumento exigido na oferta de moeda que equilibraria a demanda por moeda, ou, em outras palavras, evitaria a crise de liquidez. Esta prática era adotada independentemente da orientação econômica, mais ou menos monetarista, do Ministério da Fazenda e do Banco Central.

De fato, no caso do Brasil — onde além de sofrer de inflação crônica a economia encontrava-se totalmente indexada —, a oferta de moeda endógena incluía uma parcela de títulos do Tesouro comercializados no mercado de *overnight*, cuja maturidade é de uma noite. E o governo, para reduzir seus pagamentos de juros e induzir os intermediários financeiros a comprar esses títulos do Tesouro, garantia a recompra automática e diária dos títulos que não encontravam compradores junto ao público. Dessa forma, a taxa de juros ficava completamente determinada pelo Banco Central e a oferta de moeda permanecia completamente endógena.

Como consequência, os depósitos em *overnight* representavam uma quase-moeda — uma moeda remunerada. A oferta de moeda potencial estava próxima de $M4$ porque todos os haveres financeiros eram extremamente líquidos, mas a oferta de moeda real era na verdade composta de $M1$ mais uma parcela de depósitos em *overnight*.

O conceito convencional de oferta de moeda iguala-a a $M1$. Em equilíbrio, teríamos:

$$Md = Yp/V = M1$$

em que Md é a demanda por moeda, Yp a renda nominal, V a velocidade de renda da moeda, e $M1$ a oferta de moeda. Numa situação de inflação alta, V aumentaria acentuadamente e a oferta de moeda aumentaria menos do que proporcionalmente. A real velocidade de circulação da moeda, no entanto, não aumenta tanto quanto parece porque a oferta de moeda real não pode ser igualada a $M1$. A oferta real de moeda, M' , deveria ser considerada como formada de $M1$ mais uma parcela, z , de depósitos em *overnight*, B . O coeficiente z , menor que 1, é determinado pela taxa de inflação, e a demanda nominal, por moeda correspondente. Quanto mais alta a taxa de inflação, maior será z . Esta parcela, zB , de depósito em *overnight* é a soma de moeda que os agentes econômicos de fato usam como moeda. É também a variável que endogenamente iguala a oferta de moeda real à demanda por moeda. Neste caso, a efetiva velocidade renda da moeda, V' , é menor que a definição de moeda restrita ou convencional, $M1$.

$$M'd = Yp/V' + M1 + zB = M'$$

Nesta equação, zB representa moeda tanto quanto $M1$; é um meio de troca, como é a moeda convencional. Os agentes econômicos habitualmente usam parte de seus depósitos em *overnight*, zB , para fazer transações. Para tanto, transformam diariamente zB em $M1$, aumentando, assim, $M1$. Pelo fato de aqueles que recebem o $M1$ adicional investirem imediatamente em títulos do Tesouro *overnight*, o aumento de $M1$ é automaticamente neutralizado e desaparece dos registros — embora não do processo econômico.

A Tabela 13.3 apresenta uma estimativa da oferta de moeda real como uma proporção do PIB para o Brasil em três momentos: quinze dias antes, quinze e quarenta e cinco dias após a implementação do plano de estabilização. A estimativa da oferta de moeda real é imprecisa, mas não arbitrária.

Tabela 13.3: Oferta de Moeda em 1990 (% do PIB)

	28 de fevereiro	31 de março	14 de maio
M4 (potencial)	29,0	9,0	14,0
B, depósitos <i>overnight</i>	16,0	2,0	8,0
Contas de poupança	9,0	3,0	1,0
Outros	2,0	1,0	1,0
M1	2,0	3,0	4,0
zB	12,0	2,0	6,0
Oferta de moeda real	14,0	5,0	10,0

Fonte: Banco Central do Brasil.

O valor da oferta de moeda pouco antes da implementação do plano é impreciso porque o estoque de quase-moeda, B , do qual se pode retirar a oferta de moeda real, é muito grande. Estimamos que a oferta de moeda real deveria ser em torno de 14% do PIB. Para alcançar essa marca, os seguintes dados foram utilizados: $M1$ em torno de 15% do PIB no início dos anos 70, quando a inflação era moderada mas não desprezível (20% ao ano), tendo sido reduzida para 2% do PIB no final de 1989 (Tabela 13.4).⁸ No conceito de demanda real por moeda que estamos utilizando, a desmonetização causada pela aceleração da inflação é neutralizada pelo aumento em zB , que é considerado parte da oferta de moeda real. Mas a inflação e as inovações financeiras permitiram alguma redução na demanda por moeda de 15% do PIB no início dos anos 70 para 14% nos anos 80. Destes 14%, 2% eram

representados por $M1$ e 12% por zB . Em função de B equivaler a 16% do PIB, estamos assumindo um z de 0.75.

Com a moratória da dívida interna, a oferta de moeda foi reduzida drasticamente. $M4$, que podemos entender como uma oferta de moeda potencial, foi reduzido de 29% para 9% do PIB, os depósitos em *overnight* caíram de 16% para 2% do PIB, e nossa estimativa é de que a oferta de moeda real tenha caído de 14% para 5% do PIB. Em um primeiro momento (31 de março), z deveria ser igual a 1 — isto é, 100% dos depósitos em *overnight* eram parte da oferta real de moeda.⁹

Tabela 13.4: Ativos Financeiros (% do PIB)^a

	Base Monetária	M1	Títulos do Tesouro	Depósitos de Poupança	Depósitos a Prazo	M4
1970-1974 ^b	4,65	15,04	5,08	1,68	3,28	25,08
1975-1979 ^b	3,75	11,70	6,85	5,62	4,44	28,60
1980-1984 ^b	2,50	6,30	5,80	8,01	4,57	24,69
1985	1,56	3,73	10,39	9,20	6,17	29,50
1986	3,22	8,20	9,33	8,09	6,05	31,67
1987	2,19	4,62	10,07	9,69	4,86	29,24
1988	1,39	2,76	12,22	10,75	4,11	29,85
1989	1,26	2,05	13,94	8,13	2,78	26,89

Fonte: Banco Central, *Brasil, programa econômico*, diversos números.

^a Média anual, adotando posições de fim de período.

^b Média para esses anos.

Tal redução não estava na cabeça dos autores do plano, que confundiam a soma de cruzeiros deixada na economia (9% do PIB) com a oferta de moeda. Muitas entrevistas a jornais os apresentavam dizendo que no segundo semestre de 1986, após vários meses de estabilidade de preços alcançada durante o Plano Cruzado, $M1$ era de 9%. Dessa forma, 9% do PIB de oferta de moeda seriam suficientes. Na realidade, a oferta de moeda — mesmo se incluídos os depósitos em *overnight* — era de apenas 5%, enquanto a demanda por moeda era de pelo menos 14%. Durante o período do Plano Cruzado, era possível viver com um $M1$ menor porque uma enorme quantia de depósitos em *overnight* encontrava-se à disposição dos agentes econômicos.

O efeito desta redução na oferta de moeda sobre as empresas privadas foi dramático. Desorganizou a produção. O capital de giro das empresas foi bloqueado, provocando fim imediato das atividades. O congelamento foi feito sem nenhum critério econômico. A ausência de uma tabela de conversão implicou enormes transferências de renda das empresas com elevadas contas a pagar a fornecedores para esses fornecedores, já que estes embutiam no preço a taxa de inflação prevista. Dessa forma, as disparidades na situação entre as empresas tornaram-se muito grandes. A perspectiva era de que os bancos fariam circular os cruzeiros, mas dadas as altas taxas de juros, esse processo foi limitado.

Segundo uma pesquisa realizada pela FIESP, as vendas das indústrias em São Paulo na segunda quinzena de março de 1990 foram reduzidas em cerca de 70%. Isto foi causado não apenas pela falta de dinheiro (globalmente e por setores da economia) e pela desorganização da economia, mas também por fatores psicológicos. O impacto sobre as expectativas foi muito negativo. O desemprego começou a aumentar quase que imediatamente. Muitas empresas deram férias coletivas para seus empregados enquanto aguardavam a situação clarear. Os trabalhadores começaram a aceitar reduções nos salários com redução nas jornadas de trabalho.

No mês seguinte, a quantidade de cruzeiros foi elevada por vários meios, chegando a 14% do PIB em meados de maio (16% em meados de junho). Parte desse aumento estava sob o controle do governo, mas parte não. O governo pretendia controlar o aumento da liquidez, mas o mercado — aproveitando a existência de duas moedas — conseguia elevar a quantidade de cruzeiros, reduzindo correspondentemente o estoque de cruzados.

Quando isso começou a acontecer, os bancos anunciaram que estavam tendo dificuldade de fazer empréstimos, dada uma reduzida demanda por empréstimos. Muitos analistas e autoridades econômicas concluíram que o problema de liquidez havia sido resolvido, mesmo que houvesse naquele momento um excesso de liquidez que provocaria excesso de demanda e traria de volta a inflação.

Como mostra a tabela 13.3, em meados de maio, a oferta de moeda potencial (M1 mais depósitos em *overnight*) continuava relativamente pequena (12% do PIB), e a oferta real de moeda estava abaixo do nível prevalecente antes do plano (em torno de 10% do PIB em maio, comparado aos 14% do PIB em fevereiro). Por que, então, a demanda por empréstimos estava fraca? O aumento na oferta de moeda explica parte dessa mudança, mas a verdadeira explicação reside na diminuição da demanda por empréstimos.¹⁰ Em função da perspectiva pessimista para as vendas e as altas de juros (em torno de 100% ao ano em termos reais), as empresas não estavam interessadas em

tomar empréstimos. Preferiam reduzir a produção. A demanda por empréstimos e a demanda por dinheiro estavam reduzidas, seguindo as expectativas pessimistas dos agentes econômicos.

O PROBLEMA DA DEMANDA

A recessão, neste caso, não foi induzida pela demanda mas originou-se pelo lado da oferta. Sua causa básica não foi a redução da demanda agregada mas a desorganização da produção. As vendas no varejo eram o único indicador que, inicialmente, não apontava em direção à recessão. As vendas se elevaram imediatamente após o congelamento, como ocorrera após os três congelamentos anteriores. Há algumas razões gerais que explicam isso. Primeiro, com o final da ilusão monetária, as pessoas de fato tendem a gastar um pouco mais em consumo. Segundo, porque, como o otimismo se mistura com a desconfiança em relação ao sucesso da estabilização, as pessoas tendem a antecipar o consumo. Terceiro, como argumentou Helpman (1988), um congelamento de preços numa economia oligopolista tem um efeito semelhante àquele produzido pela redução dos preços reais; dessa forma, a demanda irá elevar-se ao longo da curva de demanda.

Havia três explicações adicionais para o aumento no consumo. Primeiro, a perda de credibilidade dos ativos financeiros levou as pessoas a consumir; segundo, a retomada do crédito ao consumidor, que havia praticamente desaparecido como resultado da hiperinflação, levou a um aumento nas vendas de bens duráveis; terceiro, o plano implicou um aumento real de salários de 23% já em março de 1990.

Esse aumento real de salário ocorreu porque o governo decidiu que os 70,16% da inflação de fevereiro deveriam corrigir os salários no mês seguinte, de acordo com a lei de indexação salarial em vigor. A inflação em março, entretanto, quando calculada tomando o nível de preço do final do mês contra o nível de preço do final do mês anterior (em vez da comparação usual da média do mês inteiro contra a média do mês anterior) foi de 79,11%.¹¹

Esse aumento salarial poderia ser interpretado como uma contradição básica do plano de estabilização (Sylvio Bresser Pereira, 1990). Em geral, a inflação é combatida com a redução da demanda e, se possível, com o aumento da oferta. No Plano Collor o contrário foi feito: a oferta foi reduzida pelo aperto da oferta de moeda; e os salários foram elevados. O problema, entretanto, era menos sério porque — diferentemente do que ocorreu no Plano Cruzado, e da mesma forma que ocorreu no Plano Bresser — os salários reais

baixaram nos meses anteriores ao plano por causa da aceleração da inflação. Assim, o aumento salarial de 23% somente compensou a redução anterior.¹² O aumento não representou, portanto, uma incompatibilidade distributiva: as empresas não estavam obrigadas a aumentar os preços compensatoriamente para manter sua taxa de lucro.

Tabela 13.5: Indicadores da Atividade Econômica, 1990 (% s/ ano anterior)

	Nível de Atividade	Nível de Emprego	Média Salário Real	Utilização Capacidade Instalada
Janeiro	6,2	3,8	-18,8	79,5
Fevereiro	8,0	3,4	-22,7	79,0
Março	-6,8	2,5	-10,5	72,5
Abril	-22,3	0,6	-22,4	62,5

Fonte: FIESP, dados para a indústria paulista.

Este aumento no consumo teve necessariamente vida curta, devido ao aumento no desemprego. Em maio, as vendas no varejo mostraram um declínio quando comparadas ao mês correspondente no ano anterior. Dada a redução da produção e dos investimentos, a demanda reprimida foi-se tornando um fato generalizado.

A RECESSÃO E O REAPARECIMENTO DA INFLAÇÃO

Noventa dias depois que o Plano Collor foi implementado, a recessão tomou conta da economia e ficou absolutamente claro que a inflação estava de volta. Na verdade, a redução do crescimento econômico havia iniciado mais cedo. O PIB já vinha apresentando queda desde o último trimestre de 1989 (-0,3%), tendência consolidada no primeiro trimestre de 1990 (-2,4%). Em abril de 1990, como resultado da desorganização provocada pelo Plano Collor, o índice de atividade econômica da FIESP mostrou queda de 22,3% em relação a abril de 1989; para fevereiro e março, os números correspondentes eram de um aumento de 8,0% e uma queda de 6,8%, respectivamente (Tabela 13.5). Segundo uma pesquisa da Fundação Getúlio Vargas, o nível de

utilização da capacidade industrial brasileira em abril de 1990 (62,5%) era o mais baixo desde que esse índice começou a ser calculado em meados da década de 60: três meses antes, em janeiro de 1990, esse índice esteve em torno de 79%. Em maio, como a economia passou a se reorganizar depois do choque, o nível de produção começou a se recuperar, como indicavam os primeiros números sobre consumo de energia elétrica, mas o desemprego em relação ao mês anterior aumentou ligeiramente, sugerindo que a recuperação era limitada. Naquele mesmo mês, segundo a ABDIB, o nível de capacidade ociosa na indústria pesada de bens de capital alcançava a marca de 48,6% contra uma média de 38% durante os anos 80. A tendência recessiva parecia mais forte que o impulso de recuperação.

Tabela 13.6: Taxa de Inflação Mensal, 1990 (%)

Mês	%	
Janeiro	74,53	
Fevereiro	70,16	
Março	79,11	-3,3 ^a
Abril	20,19	-6,3 ^a
Maio	8,53	
Junho	11,70	
Julho	11,31	
Agosto	11,83	
Setembro	13,13	
Outubro	15,83	
Novembro	18,56	
Dezembro	16,03	

Fonte: FIPE-USP.

^a Os números entre parênteses referem-se ao final do mês em relação ao final do mês anterior.

Em maio, a inflação já havia definitivamente retornado (Tabela 13.6), embora o governo e boa parte dos analistas que não compreendiam a natureza da inércia inflacionária continuassem a dizer o contrário. Em maio, a média da inflação comparada com os índices de preços médios estava ainda mostrando um declínio.¹³ Entretanto, quaisquer dúvidas sobre o ressurgimento da inflação foram descartadas quando foi publicado o índice de preços da FIPE para os meses seguintes. No final do ano, a inflação se aproximava de 20% ao mês.

Por que a inflação ressurgiu? Há três explicações — uma monetarista, uma keynesiana e uma neo-estruturalista ou inercialista. A razão monetarista e a keynesiana são encontradas no aumento da oferta de moeda nos três meses subseqüentes à implementação do plano. A análise neo-estruturalista baseia-se nos desequilíbrios dos preços relativos e no conflito distributivo correspondente. O governo adotou uma política monetarista ingênua quando assumiu que, reduzindo drasticamente a oferta de moeda, eliminaria a inflação. Ao fazê-lo, em primeiro lugar esqueceu que a inflação não é um estoque mas um problema de caixa. Para controlar a inflação, é necessário eliminar o déficit orçamentário e controlar a oferta de moeda, não o estoque de moeda. O maior erro do governo, no entanto, foi ignorar o caráter inercial da inflação brasileira de então. Quando a inflação tem um componente inercial é necessário congelar os preços em conjunto, com a adoção de tabelas de conversão dos preços a prazo com inflação embutida para preços sem essa inflação, ou então adotar um mecanismo mais sofisticado de neutralização da inércia, com a criação de uma segunda moeda ou de um índice-moeda ancorado no dólar, como afinal se fez no Plano Real. Mais amplamente, é necessário promover uma política de rendas que neutralize a inércia, dando suporte (não substituindo) à política fiscal e monetária.

Para os autores do Plano Collor, o congelamento adotado era uma medida acessória. Nada tinha a ver com um diagnóstico inercialista, já que não envolveu a adoção de tabelas de conversão. O plano, embora radical, era ortodoxo: a parte essencial do plano era a redução da oferta de moeda, seguida da eliminação do déficit fiscal.

A verdadeira explicação monetarista para o reaparecimento da inflação é simples: os preços subiram novamente porque, nos dois meses subseqüentes à implementação do plano, a base monetária elevou-se em quatro vezes. O aumento de liquidez provocou expectativas de que a inflação ressurgiria — e a expectativa racional é uma profecia auto-realizável. Os monetaristas, na verdade, não aceitam que a oferta de moeda possua um caráter passivo, essencialmente endógeno, e esquecem que, após a hiperinflação, uma estabilização repentina provoca um forte aumento na base monetária. Para os monetaristas neoclássicos, a crença de que um aumento na oferta de moeda causa inflação tem um caráter quase religioso. A retórica monetarista — que é “verdadeira” porque é parte da *mainstream economics* — diz que um aumento na oferta de moeda causa inflação; a teoria das expectativas racionais acrescenta que os agentes econômicos formarão suas expectativas de acordo com a teoria “verdadeira” e, de novo racionalmente, comportar-se-ão segundo suas expectativas, elevando, assim, os preços. Dessa forma, a profecia se auto-realiza.

A explicação monetarista está implícita na maioria das análises. Afonso Celso Pastore (1990) adotou-a explicitamente. O excesso de demanda não é necessário para o reaparecimento da inflação; uma elevação na base monetária é suficiente. Para esta explicação ser correta, a aceleração da inflação imediatamente após a implementação do Plano Collor seria o resultado da decisão das empresas privadas de elevar seus preços, já que teriam observado que a base monetária estava subindo. A indústria têxtil, os fornecedores de serviços de pessoal, os fazendeiros e a indústria de eletrodomésticos — a primeira a elevar os preços após o plano — teriam tomado essa decisão depois de estimar o aumento na base monetária...

A explicação pós-keynesiana é mais razoável, mas neste caso é responsável por apenas parte da aceleração da inflação. Segundo esta visão, adotada por Toledo (1990), entre outros, a inflação retornou porque o aumento da oferta de moeda causou excesso de demanda. A eliminação da inflação, como resultado do choque de liquidez, teria sido temporária. Como a liquidez foi repostada, a demanda teria sido recuperada e a inflação retornou. Na verdade, como mostramos, essa tendência foi um resultado da recessão ao invés do crescimento. As vendas no varejo aumentaram no primeiro mês após a implementação do plano, mas logo desaceleraram. Algumas empresas podem ter lucrado com base nesse precário aumento de demanda ao elevar seus preços, mas foram poucas porque a demanda global estava diminuindo ao invés de expandir-se.

A explicação neo-estruturalista ou inercialista para o ressurgimento da inflação baseia-se na natureza da inflação no Brasil e não nos erros relacionados à oferta de moeda. A inflação no Brasil é inercial e estava muito alta — na verdade, a hiperinflação já predominava — quando o plano de estabilização foi implementado. A explicação neo-estruturalista dá ênfase aos desequilíbrios dos preços relativos no dia do congelamento e ao conflito distributivo correspondente. No Brasil, os agentes econômicos estão acostumados a se defenderem contra a inflação. Acreditam que elevar seus preços é a melhor forma de se protegerem do conflito distributivo generalizado. Em 16 de março de 1990, quando os preços foram congelados, os preços relativos estavam necessariamente desequilibrados porque os ajustamentos de preços não foram sincronizados. Dessa forma, havia um desequilíbrio intertemporal de preços relativos. Tal desequilíbrio, que pode ser medido pela dispersão dos preços relativos, tende a aumentar com a aceleração da inflação até o momento em que a economia esteja totalmente dolarizada.

No dia em que o plano foi implementado, as empresas que haviam acabado de elevar seus preços ganharam com o congelamento porque seus *markups* subiram, enquanto aquelas que estavam prestes a fazê-lo perderam. Como a

inflação era crônica, as empresas que haviam perdido — ou pensaram que haviam perdido —, como resultado do congelamento, aumentaram seus preços assim que possível. No Plano Collor, as empresas sentiram-se adicionalmente prejudicadas pela retenção de seus ativos financeiros. Esta foi uma segunda razão que explica os preços terem subido tão depressa.

Alguns fatores favoreceram a elevação de preços: (1) o aumento de gastos em consumo imediatamente após o congelamento; (2) o aumento na oferta de moeda, que acompanhou a recessão; e (3) a rápida liberalização dos preços por algumas indústrias oligopolistas. Essas eram as oportunidades que as empresas esperavam. Mas o aumento de preços teria acontecido de qualquer forma, dado o caráter inercial da inflação brasileira. O congelamento de preços e dos ativos financeiros levou a uma trégua de um mês, mas, imediatamente após essa trégua, as empresas começaram a elevar seus preços. Ninguém quer perder em consequência da inflação ou de um plano de estabilização. Alguns dias após o congelamento, segundo a *Gazeta Mercantil*, as empresas “estavam procurando um índice ao qual pudessem indexar seus preços”. Temendo o desemprego, os trabalhadores suspenderam suas reivindicações por um tempo, mas dois meses após o início do plano já estavam fazendo enormes reivindicações e recebendo aumentos salariais de 20% a 30%.¹⁴ As empresas que concordaram com essas reivindicações salariais provavelmente elevaram seus preços para equiparar os aumentos de custos.

É importante, no entanto, ressaltar que, desde 1987, a indexação no Brasil não significava elevação de preços apenas segundo a inflação passada. Os agentes econômicos estavam tão preocupados em não perder por causa da inflação que ou mudavam o índice que utilizavam para chegar a outro que os favorecesse mais, ou “indexavam” seus preços conforme suas próprias predições sobre a taxa de inflação futura. Em outras palavras, tendiam a acrescentar um prêmio de risco para manter a taxa de inflação do mês em suas decisões de preços. Como todas as empresas comportavam-se de forma semelhante, cada empresa individualmente não se preocupava se seu aumento de preço seria seguido pela concorrência. Assim, a inflação inercial era também, paradoxalmente, uma inflação em aceleração.