

# O Programa Brasileiro de Estabilização: Problemas e Perspectivas

CELSO L. MARTONE(\*)

## Resumo

Este artigo examina o programa brasileiro de estabilização de 28 de fevereiro e suas principais implicações e problemas. A análise é qualitativa, pois foi feita apenas um mês após a decretação da "reforma monetária". Um modelo de referência é usado para avaliar a não-neutralidade da reforma em relação aos preços relativos, à distribuição funcional e setorial da renda e ao volume de produção e emprego. Em seguida, aspectos específicos são discutidos, tais como o ajustamento do sistema financeiro, a perspectiva de déficit público, a desindexação da economia, o descongelamento de preços e a retomada dos investimentos privados. Sendo um plano de alto risco, argumenta-se que o Plano Cruzado exigirá uma estratégia macroeconômica consistente e competente

---

*O autor é professor Titular do Departamento de Economia da FEA/USP e pesquisador da FIPE.*

(\*) Este artigo foi escrito em final de março de 1986, originalmente em inglês, e não foi alterado para publicação.

nos próximos seis a nove meses a fim de evitar a acumulação de distorções e desequilíbrios que possam conduzir a seu fracasso.

## Abstract

This paper analyses the Brazilian stabilization program of February 28 and discusses its main implications and problems. The analysis is qualitative, since the paper was written one month after the "monetary reform". A reference model is used to evaluate the non-neutrality of the reform regarding relative prices, functional and sectoral income distribution, and the volume of output and employment. Then specific aspects of the program are analysed, such as the adjustment in the financial sector, the prospect for the public sector deficit, the lifting of the price freeze, the de-indexation of the economy, and the recovery of private investment. As a plan of high risk, it is argued that the Cruzado Plan will require a consistent and competent macroeconomic policy in the following six to nine months to avoid the accumulation

## PROGRAMA DE ESTABILIZAÇÃO

of distortions and imbalances and its eventual failure.

### Introdução

Esse artigo analisa o programa brasileiro de estabilização de 28 de Fevereiro e discute algumas de suas implicações de curto e médio prazos. A análise é necessariamente teórica e qualitativa, uma vez que um mês depois da decretação do Plano ainda não há informação sobre algumas variáveis críticas, tal como a projeção do déficit do setor público.

O trabalho está organizado da seguinte forma. A seção 1 apresenta um modelo de referência para avaliar a não-neutralidade da reforma quanto aos preços relativos, à distribuição de renda e ao produto e emprego. Esta é uma maneira útil de identificar a natureza dos problemas criados pela súbita e artificial estabilização do nível de preços. A seção 2 alerta contra alguns riscos envolvidos no ajustamento do sistema financeiro para a continuidade do Plano. A estabilização produziu um confisco instantâneo de renda no sistema financeiro e induzirá uma grande redução no tamanho das instituições e dos mercados financeiros. A seção 3 faz uma avaliação qualitativa do impacto do programa sobre o déficit do setor público, concluindo que o tamanho do déficit talvez seja ainda grande demais em termos de sua compatibilidade com a estabilização de preços numa economia em pleno emprego. A seção 4 argumenta que o Plano introduziu um limite superior de 20% ao ano para a taxa de inflação de equilíbrio, através da escala móvel dos salários, e discute alguns dos problemas que podem surgir nos mercados sem uma indexação formal e explícita. A seção 5 destaca o fato de o governo ter perdido uma oportunidade histórica para criar uma autoridade monetária independente no país, a qual poderia garantir uma forte e permanente estabilização monetária. Pelo contrário, o que se detecta é uma tendência de o governo estender os instrumentos hoje existentes e de criar novos instrumentos para controlar a economia,

lançando dúvidas sobre um retorno rápido a uma economia orientada pelo mercado. Finalmente, a seção 6 avalia o prospecto para uma recuperação do investimento privado no próximo ano depois que a economia se ajustar à reforma. A última seção conclui o artigo.

### 1. O Plano Cruzado: O que ele é e o que não é

O Plano Cruzado consiste em um conjunto de medidas para eliminar o componente inercial do processo inflacionário brasileiro, devido a ajustamentos de preços distribuídos e discretos (descontínuos). A inércia inflacionária não é uma teoria de inflação, mas a descrição de um elemento fundamental de uma hiperinflação moderada (de 3 dígitos) em que os ajustamentos de preços ainda não são sincronizados, a despeito das regras de indexação formal e informal. Para eliminar a inércia, é necessário reduzir a memória inflacionária da economia num ponto do tempo. Essa redução, que ocorre de modo espontâneo a uma taxa de inflação suficientemente alta, foi parcial e artificialmente produzida por um decreto do governo no Brasil. Tal redução representa a essência do Plano.

Suponha que se tenha uma economia inflacionária em que o preço de cada bem, serviço ou ativo (exceto moeda) ajusta-se a um intervalo de tempo fixo não necessariamente igual ou coincidente. Se esta economia não sofrer nenhum choque de demanda ou de oferta, é plausível supor que ela convergirá para um *steady state* em que a taxa de mudança dos preços será constante, os preços relativos médios (sobre o período de ajustamento) estarão em equilíbrio e, portanto, as parcelas funcionais da renda e o nível de produto e emprego serão invariáveis<sup>(1)</sup>.

Nesse contexto, o único problema com a

(1) Naturalmente, o estoque de moeda estará crescendo a uma taxa requerida para sustentar a taxa de inflação de equilíbrio.

inflação é o custo social decorrente de uma alocação ineficiente de recursos: os indivíduos usam uma quantidade subótima de moeda e algumas atividades financeiras e especulativas empregam recursos reais em demasia. Sob qualquer outro aspecto a inflação é neutra.

No mundo real, entretanto, choques de demanda e de oferta e deslocamentos nas expectativas podem perturbar o *steady state* e causar mudanças nos preços relativos, na taxa de inflação, na distribuição de renda e no produto e emprego. Devido a esses choques, que são magnificados numa economia de alta inflação, a sociedade pode desejar se livrar da inflação num certo ponto do tempo. Existem duas maneiras alternativas de se fazer isso: a primeira é forçar o governo a parar o processo de criação monetária, removendo o déficit orçamentário; a segunda é através de alguma espécie de reforma monetária.

A primeira alternativa (ortodoxa) é claramente não-neutra com respeito à distribuição de renda e ao nível da atividade econômica, devido à falta de sincronização dos ajustamentos de preços, mesmo sendo a mudança de política perfeitamente antecipada. Há uma presunção de que por este caminho os custos da estabilização de preços aumentem com a taxa de inflação e com o grau de adaptação institucional a ela constituída na economia. Essa adaptação, através da indexação e de outros meios, é o que distingue uma hiperinflação crônica e moderada de uma inflação episódica (de 1 ou 2 dígitos) e de uma hiperinflação aberta (de 4 dígitos ou mais).

A segunda alternativa pode ser desenhada para produzir um grau aceitável de neutralidade e, portanto, ser socialmente preferível à primeira. É claro, nessa economia modelo, o que importa para qualquer agente econômico é a renda real média que ele obtém sobre o período de seu ajustamento de preços. Qualquer agente sabe que as variáveis relevantes para suas decisões são os preços médios que ele recebe (paga) pelos bens, serviços e ativos que ele oferta (de-

manda). Assim, se fosse possível convencer todos os agentes a converter todos os preços aos níveis médios calculados sobre o período mais longo de ajustamento prevalente na economia, a reforma seria neutra do ponto de vista dos preços relativos. A memória inflacionária da economia seria eliminada no sentido de que aumentos passados no nível de preços ou na taxa de inflação seriam agora irrelevantes para qualquer decisão econômica corrente ou futura. A inércia desapareceria com a reforma.

Neutralidade completa não deve ser esperada, entretanto. De um lado, a estabilização implica que o governo perde o imposto inflacionário como meio de financiar o déficit. Um aumento de impostos ou uma redução de despesas ou um aumento na dívida pública torna-se necessário para compensar a perda. O deslocamento no orçamento público ou na composição de seu financiamento não é neutro com respeito à distribuição de renda ou ao nível de produto. De outro lado, a eliminação abrupta da inflação confisca lucros do sistema financeiro instantaneamente. As atividades que derivam sua renda de *spreads* de intermediação sofrem um processo de liquidação, dado que os recursos reais excessivos canalizados para essas atividades pela inflação têm de se deslocar para outros setores da economia. Esta realocação de recursos deve produzir movimentos temporários no produto ou emprego e na distribuição de renda.

Comparado com o modelo teórico acima, o Plano Cruzado cumpre apenas parte do caminho na eliminação da inflação inercial e na estabilização da economia, de tal forma que desvios importantes da neutralidade devem ser esperados. Na prática, o Plano produziu três mudanças básicas na economia a partir de 28 de fevereiro:

- a) a conversão de todos os salários ao seu nível real médio dos últimos 6 meses anteriores à reforma mais um aumento geral de 8%;
- b) a desindexação parcial da economia (eliminação da correção monetária nos mercados financeiros e no sistema fiscal);

## PROGRAMA DE ESTABILIZAÇÃO

- c) o congelamento geral dos preços ao nível do consumidor final<sup>(2)</sup>.

Além das razões teóricas relacionadas acima para a não neutralidade da reforma, cinco fatores adicionais são responsáveis pelos desvios da neutralidade no caso brasileiro. Primeiro, o estado da economia na data da reforma não correspondia ao *steady state* inflacionário antes descrito. Depois de aproximadamente sete trimestres de inflação estável em torno de 220% ao ano (do terceiro trimestre de 1983 ao primeiro trimestre de 1985), a taxa de inflação caiu agudamente no segundo trimestre de 1985 quando o governo impôs o congelamento de alguns preços selecionados e restabeleceu controles de preços industriais. A partir do quarto trimestre do ano passado, a taxa de inflação acelerou para 400%, indicando que os preços relativos estavam se ajustando aos controles de preços do meio do ano e à perspectiva de quebra de safra na Região Sul do país. É provável que a reforma de 28 de fevereiro tenha bloqueado alguns ajustamentos de preços relativos, congelando-os aos níveis "errados". A reativação do CIP em março de 1985 produziu uma queda real importante em alguns preços públicos e privados essenciais, situação esta não recuperada até a data da reforma<sup>(3)</sup>.

Segundo, a conversão dos salários pela média dos últimos 6 meses (mais um abono geral de 8%) provavelmente implicou um aumento na participação do trabalho na renda nacional, consolidando um aumento de salário real extraordinário ocorrido em 1985. De fato, o salário real na indústria cresceu 15,2% entre o terceiro trimestre de 1985 e o terceiro trimestre de 1984, na média, de acordo com dados da FIBGE. Em São Paulo, o aumento foi de 22,7% no mesmo

(2) O Plano está expresso no Decreto-Lei 2283 de 28 de fevereiro de 1986 revisado pelo Decreto-Lei 2284 de 5 de março de 1986.

(3) A repressão de preços parece ser mais importante no caso do trigo, do leite, da carne, do álcool, do açúcar, dos cigarros, do aço, da energia elétrica e dos automóveis, apenas para citar os exemplos mais conhecidos.

período, de acordo com dados da FIESP. É uma questão em aberto se este aumento era ou não transitório, no sentido de que uma aceleração posterior da inflação nos meses seguintes iria erodir parte desses ganhos reais. De qualquer maneira, a preocupação em proteger os salários tanto quanto possível no Plano pode ter construído na economia uma inflação reprimida que eventualmente aparecerá.

Terceiro, o choque agrícola, responsável por alguns dos maiores movimentos em preços relativos dos últimos 6 meses, pode não ter sido completamente absorvido ao tempo do congelamento. Uma escassez pode se desenvolver na segunda metade do ano, assim como pressões de preços.

Quarto, não foi possível converter todos os preços a suas médias reais, exceto salários, aluguéis residenciais e prestações do Sistema Financeiro da Habitação. Para todos os demais preços, o congelamento substituiu a conversão. Devido à surpresa da reforma e aos ajustamentos discretos de preços na economia, é razoável supor que muitos preços estavam abaixo e vários outros acima de sua média no instante do congelamento. A dificuldade do setor privado em renegociar preços por atacado para "limpá-los" das expectativas inflacionárias, decorrido mais de um mês da reforma, é uma evidência de que os preços relativos ainda estavam se ajustando.

Quinto, a demanda de consumo estava crescendo rapidamente antes da reforma e alguns sinais de excesso de demanda eram visíveis em muitos setores. Nada foi feito para moderar estas pressões dentro do Plano; pelo contrário, o congelamento de preços pode estimular o consumo nos meses seguintes, requerendo políticas mais austeras do governo para prevenir pressões inflacionárias adicionais.

Diversas conseqüências importantes podem advir das imperfeições na implementação do Plano. A condição básica para uma ruptura completa da memória inflacionária da economia é que os agentes econômicos não

procurem recuperar perdas incorridas antes da reforma ou por ela produzidas. Visto que o congelamento de preços bloqueou ajustes necessários de preços, esta condição não foi atendida e alguma inflação reprimida está embutida na economia. A magnitude desta inflação residual é difícil de avaliar, uma vez que agora está escondida pelo congelamento de preços, mas certamente aparecerá nos meses seguintes. A experiência recente do Plano Austral na Argentina indica que este potencial inflacionário pode ser substancial<sup>(4)</sup>.

Foi uma preocupação central do Plano proteger a participação do trabalho e do governo na renda nacional. O ônus total do ajustamento foi, portanto, "empurrado" sobre os lucros, juros e aluguéis no curto prazo; na média, as margens sobre os custos foram reduzidas. Se isso é verdade, na medida em que o congelamento de preços é mantido, um efeito negativo sobre a produção e emprego pode se desenvolver como uma única forma de o setor privado ajustar-se ao congelamento. Esse viés recessivo não precisa ser profundo, nem geral, uma vez que nenhum corte na demanda final ocorreu e os lucros no setor industrial estavam muito altos na data da reforma. Ele provavelmente assumirá a forma de desemprego setorial, escassez de alguns bens e algumas quebras.

Por outro lado, o componente de reforma monetária do Plano Cruzado é pouco mais do que o corte de três zeros do cruzeiro. De fato, a criação de uma nova moeda não foi seguida por qualquer compromisso do governo sobre as condições em que o sistema monetário será administrado de agora em diante; em particular, não se estabeleceu uma autoridade monetária independente nem se impôs qualquer restrição sobre o Banco Central quanto aos casos e limites de produção de cruzados. Essa omissão pode

(4) De fato, o congelamento geral de preços no varejo só pode ser justificado como um expediente político para obter suporte popular ao Plano e dar tempo ao governo para introduzir reformas estruturais no setor público.

se tornar uma séria dificuldade para a credibilidade pública nas reais intenções de estabilização do governo. A falha em implementar uma verdadeira reforma monetária levanta a questão sobre o tamanho do déficit do setor público neste e nos próximos anos. O grau de sucesso do Plano dependerá criticamente da capacidade do governo em manter o déficit sob estrito controle e adotar uma política monetária flexível e independente.

Em resumo, conclui-se que o Plano Cruzado foi um meio de eliminar a maior parte da inércia do processo inflacionário brasileiro pela conversão dos salários às suas médias recentes, pelo congelamento dos preços no varejo e pela desindexação parcial da economia. Ele não foi uma reforma monetária – exceto pelo corte de três zeros do cruzeiro – no sentido da criação de condições institucionais e legais compatíveis com a estabilidade de preços a longo prazo. Poder discricionário em demasia foi deixado nas mãos do governo para a manipulação da moeda e nenhum esforço aparente foi feito até aqui para reduzir o déficit do setor público ao nível compatível com a estabilidade futura de preços.

## 2. O Ajustamento do Sistema Financeiro

Os efeitos mais profundos da estabilização e desindexação parcial da economia ocorrem no sistema financeiro. O ajustamento a esses efeitos pode ser analisado em termos das instituições financeiras propriamente ditas e em termos da organização e do funcionamento dos mercados financeiros.

As perdas dos bancos comerciais provêm da extinção do imposto inflacionário sobre suas obrigações à vista (depósitos à vista e o *float* de impostos e outros recolhimentos), de *spreads* sobre a intermediação financeira e de eventuais perdas de capital sobre os títulos do governo. As duas primeiras são perdas instantâneas, enquanto a terceira dependerá da política de dívida pública a ser adotada pelo governo.

## PROGRAMA DE ESTABILIZAÇÃO

As obrigações à vista são estimadas em 15% das fontes totais de fundos dos bancos comerciais. O imposto inflacionário sobre essas obrigações compensava os custos de fornecimento de uma grande variedade de serviços livres ou subsidiados, ao público e ao governo. O desaparecimento dessa receita implica a liquidação de capital e trabalho empregados na indústria bancária e a adoção de uma regra de custo marginal para a oferta de serviços bancários daqui para frente. Uma redução substancial na rede de agências e no emprego do setor deve ser esperada este ano.

De outro lado, os bancos comerciais e suas subsidiárias são os principais tomadores de títulos do governo (ORTN's) que eles carregam *overnight* no mercado aberto. A eliminação da correção monetária deixou os bancos com um estoque de títulos rendendo algo em torno de 16% ao ano. Na medida em que alguma inflação residual ocorrer nos meses seguintes e que a taxa nominal de juros se ajustar a ela, as perdas de capital sobre o valor desses títulos podem ser proibitivas para a solvência dos bancos e outras instituições financeiras. Para evitar uma eventual crise financeira, o governo terá que oferecer a conversão das ORTN's em novos títulos a taxas de juros nominais compatíveis com as expectativas inflacionárias do setor privado.

Ajustamentos similares terão que ser feitos pelos outros intermediários financeiros. As financeiras, especializadas no crédito ao consumidor, sofreram uma redução de 50% em seus *spreads*. A redução abrupta da volatilidade dos preços e das taxas de juros, assim como o congelamento de preços, restringiu ou eliminou diversos mercados futuros e tipos de operações ligadas à inflação, requerendo um ajustamento para baixo no tamanho das corretoras, distribuidoras e outras firmas especializadas. Grandes firmas não financeiras, que expandiram seus departamentos financeiros a fim de melhorar sua administração de caixa, reduzirão agora o emprego nesta área. Muitas outras atividades especulativas na economia contrair-se-ão depois da reforma.

A liberação de recursos reais das atividades financeiras para usos alternativos na economia é um passo necessário da estabilização. Uma melhor alocação de recursos provavelmente emergirá deste movimento. Entretanto, se a velocidade e a extensão deste ajustamento forem grandes demais, poderão trazer algumas dificuldades à continuidade do Plano, no sentido de produzirem uma redução abrupta no emprego, e uma nova crise de confiança nas instituições bancárias. Para facilitar um ajustamento no sistema financeiro, o governo pode adotar algumas medidas, dentre as quais uma flexibilidade maior nas taxas de juros, uma completa liberdade na fixação dos preços e tarifas sobre os serviços bancários, a criação de novos instrumentos de mercado (*commercial papers, factoring*, títulos de taxas flutuantes), uma substancial redução nas reservas compulsórias dos bancos comerciais, uma revisão no tratamento tributário dos ativos e instituições financeiras e estímulos para que os bancos fechem imediatamente agências e departamentos não lucrativos.

O segundo grupo de problemas envolvido nos mercados financeiros diz respeito à convivência sem a correção monetária. Isso é particularmente relevante nos segmentos de médio e longo prazos do mercado, tais como financiamento de investimento, *leasing* e hipotecas imobiliárias. Logo após a decretação do Plano, os mercados financeiros reduziram suas operações a 60 dias, período sobre o qual existe uma firme expectativa de inflação. Maturidades mais longas não são factíveis, pois os agentes não têm qualquer base para antecipar qual será a taxa de inflação nos próximos seis ou doze meses.

Há duas maneiras diferentes para sair do impasse. A primeira é permitir correção monetária sobre contratos de prazos longos, por exemplo, acima de um ano, desde que nenhum instrumento negociável seja emitido para fundear a operação. Essa restrição seria necessária para não contaminar todo o mercado com a correção monetária. Por exemplo, se instrumentos indexados negociáveis fossem permitidos, os mercados se-

cundários "costurariam" as maturidades de tal forma que as taxas de juros seriam determinadas por esses instrumentos indexados. A vantagem dessa solução é remover o risco inflacionário sobre os ativos de médio e longo prazos, reduzindo as taxas reais de juros requeridas pelo poupador. A desvantagem é conservar a economia indexada e relaxar a pressão para manter a inflação muito baixa e estável no longo prazo.

A segunda alternativa é a adoção de instrumentos com taxas flutuantes, tanto para captação quanto para aplicação. Isto permitiria às instituições financeiras captar curto e emprestar longo. A condição para desenvolver essa nova solução no Brasil é ter uma taxa de juro de referência no mercado, à qual os contratos poderiam ser amarrados. A recente criação do CDI (Certificado de Depósito Interbancário) é o primeiro passo na introdução de uma taxa interbancária no Brasil. A consolidação do novo esquema e sua aceitabilidade para indexar instrumentos financeiros e contratos dependerão criticamente da predictibilidade da taxa de inflação sobre um horizonte mais longo. Se a taxa de inflação revelar-se altamente instável no futuro, não haverá maneira de desenvolver os segmentos de médio e longo prazos do mercado financeiro.

### 3. O Impacto sobre o Déficit do Setor Público

A perspectiva para o déficit do setor público neste ano é incerta. A reforma monetária implicou ganhos e perdas para o governo e o setor público em geral, cujo saldo é difícil de estimar sem dados detalhados sobre os vários orçamentos públicos. O otimismo revelado por alguns membros do governo, que têm afirmado que não haverá déficit este ano, não parece ser justificado por uma análise qualitativa dos efeitos.

Para avaliar o efeito líquido do Plano sobre os orçamentos públicos, pelo menos cinco elementos têm que ser considerados.

Primeiro, existe um ganho de receita real

devido ao efeito de desinflação sobre as defasagens de recolhimento dos impostos indiretos (IPI, ICM e outros). Esses ganhos, entretanto, não devem ser sobreestimados, uma vez que os preços por atacado foram deflacionados para eliminar o componente inflacionário neles embutido, pelo menos parcialmente. Também o congelamento de preços impediu o aumento projetado no preço real do fumo, fazendo com que a receita do IPI seja inferior à estimada no orçamento federal. Perdas importantes de receita provieram do imposto de renda de curto prazo e do IOF; esses impostos aplicavam-se sobre o retorno nominal das operações financeiras e sofrerão uma queda dramática com os preços estáveis. Não é evidente, entretanto, o efeito líquido desses vários fatores sobre a receita efetiva de impostos, comparada com as estimativas orçamentárias<sup>(5)</sup>.

Segundo, do lado da despesa do governo central (Tesouro e Autoridades Monetárias) diversos fatores precisam ser considerados. Os salários dos servidores públicos não são afetados pela queda da inflação no primeiro semestre do ano relativo à projeção orçamentária, mas somente no segundo semestre; o aumento de 8% nos salários não tinha sido antecipado; os preços do trigo foram congelados a níveis extremamente baixos, assim como os preços do álcool e do açúcar, produzindo um grande subsídio este ano; o recém-criado seguro-desemprego produzirá alguma despesa não esperada; não está claro como o governo financiará o desequilíbrio financeiro do Sistema Financeiro de Habitação, agravado pelo congelamento das prestações a níveis baixos este ano. Novamente a magnitude desses efeitos tem que ser cuidadosamente avaliada antes que qualquer estimativa do déficit possa ser feita.

Terceiro, as empresas públicas apre-

(5) O pacote fiscal de novembro de 1985 também terá que ser revisado à luz do Plano. Não está claro se seus ganhos estimados aumentarão ou cairão depois da estabilização dos preços. Grandes compromissos de dispêndio também foram feitos em janeiro/fevereiro, antes que o Plano fosse aplicado.

## PROGRAMA DE ESTABILIZAÇÃO

sentaram um déficit operacional de 30 trilhões de cruzeiros no ano passado, ou cerca de 60 bilhões de cruzados a preços de 1986. O grosso desse déficit seria corrigido através de aumentos reais nos preços públicos ao longo de 86. Isso se tornou impossível depois do congelamento. Do lado dos salários e de outros custos, uma estimativa do impacto da reforma requer o exame individual de cada empresa. É provável que haja um desequilíbrio substancial no orçamento SEST este ano, conduzindo a um corte de dispêndio de investimento e a transferências do Tesouro.

Quarto, o ganho instantâneo obtido pelo governo através do aumento na demanda de moeda, embora importante, não pode ser exagerado. Uma estimativa grosseira indica que a demanda de moeda (no conceito  $M_1$ ) aumentará cerca de 200% este ano se a taxa de inflação se mantiver abaixo da marca de 20%. Supondo que a base monetária expanda na mesma proporção e que o Banco Central monetize o montante equivalente da dívida pública em mercado, pagando uma taxa de juros média de 16% ao ano, é possível que ocorra uma redução permanente no serviço da dívida interna de aproximadamente meio por cento do PIB. Este ganho não será suficiente para evitar outros ajustamentos se o déficit mostrar-se alto demais<sup>(6)</sup>.

(6) O aumento em  $M_1$  foi estimado pela expressão:

$$\frac{d \ln m_t}{dt} = -\beta \frac{dr_t}{dt}$$

onde:

$m$  é a quantidade de moeda demandada em termos reais;

$r$  é a taxa de juros nominal; e  $\beta$  é a elasticidade-juros da demanda (suposta ser -0,55)

Supondo que  $r$  caia cerca de 360 pontos percentuais, obtém-se o aumento de 200% em  $M_1$  descrito no texto. Uma monetização de 100 bilhões de cruzados de ORTN's a 16% de juros pouparia 16 bilhões por ano de pagamentos de juros ou cerca de meio por cento do PIB. Uma estimativa opcional e errada tomaria o total de 100 bilhões de expan-

Quinto, a eliminação da correção monetária sobre os ativos financeiros e da regra de minidesvalorização implicam que a distinção entre déficit nominal e operacional não mais subsiste. O conceito relevante do déficit do setor público é agora o conceito do FMI de necessidade de financiamento do setor público ou alguma derivação dele, que pode ser muito grande em 1986. A despeito da estabilização, o déficit do setor público torna-se agora muito sensível ao nível das taxas nominais de juros e a mudanças na taxa de câmbio. Se ocorrer alguma inflação ao longo do ano e as taxas de juros e a taxa de câmbio a ela se ajustarem poder-se-á ter um déficit muito acima da projeção do governo.

Do lado do financiamento, deve-se notar que o governo perdeu a maior parte do imposto inflacionário como fonte residual de receita (algo como 2,5% do PIB por ano em 1985). Com a taxa de inflação de cerca de 20% ao ano e a economia crescendo a 5% ao ano, o imposto inflacionário (mais *seigniorage*) dificilmente excederá meio por cento do PIB. O déficit orçamentário permissível (compatível com a taxa de inflação baixa) foi reduzido em 2% do PIB como resultado da reforma. O espaço para o financiamento do déficit também foi reduzido com a desindexação dos mercados financeiros. A correção monetária fornecia um meio mais seguro para o governo esticar a maturidade da dívida pública e pagar taxas de juros reais mais baixas (porque estas eram isentas do risco inflacionário). Existia um mercado maior para as ORTN's do que existirá para as OTN's ou títulos de taxas flutuantes, mesmo a taxas de inflação muito mais baixas. Não parece possível que a dívida pública permanecerá crescendo acima da taxa de crescimento do PIB como aconteceu nos últimos anos.

Conclui-se que um elemento crítico e in-

são da base monetária (3,1% do PIB) para financiar o déficit desse ano; entretanto, uma aritmética simples mostra que o experimento resume-se numa mudança no *mix* de financiamento entre títulos e moeda, como feito no texto.

certo no Plano Cruzado é o tamanho e o prospecto do déficit do setor público. O problema não deverá surgir nos primeiros meses por causa da sazonalmente alta arrecadação do imposto de renda das empresas e da antecipação de alguma receita produzida pelo pacote fiscal de novembro. Pelo meio do ano, entretanto, possivelmente ter-se-á uma perspectiva melhor do déficit. É provável que um ajustamento substancial para baixo nas despesas no segundo semestre será necessário para conter o déficit a um nível que possa ser financiado sem arriscar as metas maiores do programa.

#### 4. O Problema da Indexação

O Plano Cruzado assumiu um compromisso na questão da indexação. Congelou a correção monetária por um ano sem suprimi-la e congelou a taxa de câmbio por um período indefinido. Por outro lado, introduziu uma indexação muito mais forte nos mercados de trabalho, através do gatilho salarial de 20%. A indefinição do governo nesse assunto indica que não há consenso sobre o futuro da correção monetária no Brasil e que a reforma não é um plano de inflação zero.

O retorno às negociações salariais numa base anual junto com o gatilho de 20% revela que o Plano fixou um limite superior de 20% ao ano para a taxa de inflação de equilíbrio. No futuro, taxas acima disso podem desestabilizar a economia, visto que o período de ajustamento dos salários é agora uma variável endógena. Um plano de "inflação zero" teria desistido de qualquer tentativa de estabelecer uma política salarial e abriria negociações salariais livres para o setor privado.

Pode a economia viver sem correção monetária mesmo a uma taxa de inflação de 20%? Muitos mercados podem desenvolver substitutos para a correção monetária. Os segmentos de longo prazo dos mercados financeiros podem funcionar com instrumentos de taxas flutuantes como foi discutido na seção 2. A alternativa de taxas flutuantes

poderia ser estendida para os chamados fundos de poupança compulsória (PIS, PASEP, FGTS), e ao mercado hipotecário tão logo uma credibilidade sólida do público na estabilidade da economia se desenvolvesse. A taxa de câmbio pode seguir um critério de paridade de poder de compra definido para um pequeno grupo de moedas fortes ou uma meta de reservas ou de balanços de pagamentos. Os aluguéis podem ser livremente negociados no mercado, os preços públicos e privados (com exceção dos monopólios) poderiam ser determinados pelo mercado depois desse período inicial de congelamento e controle extensivo.

O sistema tributário apresenta talvez problemas mais delicados. As faixas de imposto de renda no caso dos indivíduos e o patrimônio líquido no caso das empresas devem ser periodicamente corrigidos pela inflação para evitar tributação indevida de rendas puramente nominais. Um problema similar surge na taxa da renda dos ativos financeiros, quando os impostos são aplicados na fonte (na data da venda ou transação). Alguns procedimentos gerais deveriam ser imaginados, nesses casos, para evitar o poder discricionário do governo, segundo seus interesses momentâneos ou dificuldades orçamentárias.

Atualmente não são nítidas as tendências existentes no governo e no Congresso no que diz respeito às práticas e regras de indexação, exceto no caso dos salários. Talvez o erro mais importante do Plano Cruzado seja a introdução da cláusula móvel para os salários a uma taxa de inflação muito baixa. Os riscos envolvidos na instituição deste mecanismo podem se tornar muito grandes no ambiente político instável do Brasil e podem forçar o governo a políticas recessivas a fim de evitar uma rápida reinflação da economia. De fato, o espaço para flexibilidade dos salários reais como meio de ajustamento a choques macroeconômicos foi reduzido pelo Plano para qualquer política econômica, de tal forma que uma parcela maior do ajustamento pode vir agora através de mudanças no produto e no emprego.

## 5. Reformas Institucionais

O Plano Cruzado não foi uma verdadeira reforma monetária, limitando-se a algumas medidas para eliminar a inflação inercial. Pode-se ver o Plano, entretanto, como um experimento de política de duas fases. A primeira fase foi a estabilização a curto prazo do nível de preços produzida pela conversão dos salários e pelo congelamento. A segunda fase seria uma verdadeira reforma monetária para consolidar os ganhos a curto prazo e estabilizar a economia no longo prazo, através da reorganização do setor público e da criação de uma autoridade monetária independente.

Fica evidente que esta visão do Plano não é a oficial, dado que pelas afirmações de altos funcionários do governo as pré-condições para a estabilidade de longo prazo foram construídas pelo pacote fiscal de novembro de 85 (eliminando o déficit do setor público), pelo congelamento da conta de movimento do Banco do Brasil em fevereiro de 1986 (isolando o Banco Central) e pela criação da Secretaria do Tesouro. Já foi examinado o prospecto para o déficit do setor público depois do Plano, indicando que o mesmo é, no mínimo, incerto. As mudanças administrativas no Banco do Brasil e no Tesouro são rearranjos formais que ainda têm que provar sua efetividade. De fato, não representam qualquer garantia real de austeridade da política econômica no futuro, simplesmente porque um excessivo poder discricionário foi deixado para o governo manipular o sistema monetário.

No lugar de uma reforma monetária no sentido clássico, uma tendência oposta é perceptível no governo: a ampliação das instituições e instrumentos para controlar a economia. A Secretaria do Tesouro planeja controlar as contas do governo. O SEAP, CIP e SUNAB estão estendendo e sofisticando suas máquinas burocráticas para controlar os preços numa base permanente. Uma empresa *holding* está sendo planejada para controlar todas as empresas estatais e a alocação do investimento público. O Ban-

co Central planeja introduzir uma reforma bancária este ano, criando bancos regionais, novos bancos de investimentos para empréstimos de longo prazo e bancos comerciais múltiplos, inspirados numa mistura dos sistemas bancários norte-americano e europeu. Muitas dessas inovações provavelmente nunca serão implementadas, mas mostram que a tendência do Plano parece conduzir a uma extensão dos controles governamentais e não a uma economia mais flexível e mais orientada pelo mercado.

## 6. Investimento e Crescimento

Um dos motivos econômicos importantes para antecipar a reforma monetária para o começo deste ano foi o fato de que, a despeito da forte recuperação econômica dos últimos dois anos, o dispêndio em investimento pelo setor privado não era significativo. Havia pelo menos três razões para esperar uma retomada no investimento privado a começar deste ano. Primeiro, cerca de metade do setor industrial estava operando a plena capacidade e antecipava-se uma expansão de demanda no futuro próximo. Segundo, a estrutura de capital das empresas melhorou substancialmente nos últimos cinco anos, na medida em que liquidaram ativos fixos e reduziram a produção e o emprego com vistas a reduzir o endividamento e tornar-se líquidas. Assim, dispõem de recursos para iniciar novos projetos de investimento sem se endividar por algum tempo. Terceiro, os níveis baixos de investimentos privado desde 1980 criaram obsolescência de equipamento e tecnologia em muitos setores. Para modernizar estas indústrias, despesas substanciais de capital teriam que ser feitas em tecnologia, equipamentos e novos produtos.

As razões pelas quais o investimento privado foi inibido são claras. De um lado, a aceleração da inflação dava indícios de que o governo estava perdendo controle sobre a economia e eventualmente teria que adotar alguma espécie de choque para combater a inflação. A conseqüente recessão, mesmo que temporária, significaria uma redução

nos retornos reais sobre o investimento. De outro lado, a situação inflacionária também indicava que o déficit do governo era crescente, o mesmo acontecendo com as taxas reais de juros de longo prazo. Ambos os fatores induziram o setor privado a permanecer tão líquido quanto possível, esperando por uma ruptura no ambiente econômico.

Antecipando a reforma e estabilizando a economia o governo esperava que o investimento privado fosse retomado, criando condições para um novo período de crescimento sustentado. Quais são as possibilidades objetivas de essa expectativa ser realizada no futuro próximo?

É claro que a economia brasileira está razoavelmente ajustada tanto interna quanto externamente. Do lado doméstico, as condições básicas para o crescimento e o investimento existem, como já foi notado. No lado externo, o balanço de pagamentos está em equilíbrio e o cenário econômico mundial é favorável. Há grande possibilidade de o Brasil manter o serviço de sua dívida sem qualquer dinheiro novo de fontes privadas nos próximos dois ou três anos. A questão da renegociação da dívida concentrar-se-á, então, no reescalonamento de longo prazo da dívida e na redução de *spreads*. Nesse caso, é provável que o Fundo Monetário Internacional não participe do processo de negociação como aconteceu nos últimos anos.

O processo de estabilização, contudo, está apenas começando. O Plano Cruzado foi o passo inicial para romper com o passado, no sentido de remover a maior parte da inércia do processo inflacionário. O futuro do programa de estabilização dependerá das políticas econômicas que serão seguidas de agora em diante, mais particularmente, nos próximos seis a nove meses. Os desafios políticos mais importantes podem ser agrupados em dois aspectos: o papel dos controles de preços e o tamanho do déficit do setor público.

Há muitas razões pelas quais o governo deveria relaxar, tão rápido quanto possível (diga-se, até o meio do ano) o congelamento

de preços. Como se argumentou na seção 1, muitos preços podem estar abaixo dos verdadeiros custos de produção. O congelamento, por definição, é apenas parcial, no sentido de que os preços de muitos bens e serviços (bens agrícolas, serviços em geral e bens industriais não homogêneos) são impossíveis de ser controlados. A experiência indica que um congelamento de preços tem uma vida curta, medida em meses, período após o qual, começa a ser naturalmente relaxado. Distorções na alocação de recursos e efeitos sobre produção e emprego aumentam com a duração do congelamento, sendo improvável que investimentos privados substanciais sejam iniciados com a economia engessada.

Naturalmente, o congelamento tem que ser abolido gradual e seletivamente para evitar uma rápida reinflação da economia, devendo levar cerca de seis meses para retornar a preços determinados pelo mercado. É provável que controles de preços sejam mantidos no caso de bens públicos e privados selecionados numa base permanente. Dado o grau de concentração do setor industrial brasileiro, o único substituto efetivo do controle de preços é a abertura dos mercados mundiais para o consumidor doméstico. A liberalização de importações, entretanto, não é mais do que um sonho nesse momento.

A abolição do congelamento requererá uma política monetária muito ativa. As taxas de juros de mercado têm que ser suficientemente altas para inibir movimentos especulativos em bens e minimizar a pressão inflacionária. É possível que uma recessão temporária e suave seja necessária na segunda metade deste ano para consolidar taxas baixas de inflação, ou seja, em torno de 2% ao mês. O governo está profundamente comprometido em não produzir uma recessão, mas em estimular uma expansão contínua no emprego. Uma recessão temporária, entretanto, dado o alto nível de atividade econômica e taxa anormalmente baixa de desemprego agora existente, pode ser um custo tolerável a incorrer em prol da estabilização a longo prazo.

A segunda questão maior de política relaciona-se ao tamanho e perspectiva para o déficit do setor público. Uma variável básica para as decisões privadas de investimento é a taxa de juros real de longo prazo, determinada tanto pela taxa internacional quanto pela política de endividamento do governo. As taxas internacionais caíram substancialmente no último ano e não constituem um problema imediato. A taxa de juro de longo prazo doméstica dependerá basicamente da política de dívida do governo federal que, por seu turno, estará associada com o tamanho do déficit. Esta é uma razão adicional do porquê o déficit é tão importante. O governo terá que provar que o déficit do setor público é suficientemente baixo para não exercer pressão significativa sobre a taxa de juros real agora e no futuro.

Se políticas corretas forem seguidas neste ano para consolidar o Plano, as condições estarão criadas para uma rápida e generalizada retomada de investimento privado no próximo ano. Isto, por sua vez, pode estimular um novo influxo de capital no país através do investimento externo direto, reforçando o crescimento da economia e fornecendo divisas adicionais para financiar o serviço da dívida. Esse prospecto otimista para a economia brasileira é real e durável até onde se pode enxergar, desde que o Plano Cruzado seja visto não como um sucesso em si mesmo, mas apenas como um passo inicial a ser seguido por políticas econômicas consistentes e impopulares a curto prazo.

### Conclusões

O Plano Cruzado é uma construção artificial e como tal tem vida curta, requerendo definições importantes de política ao longo do ano. Em particular, o congelamento de preços no varejo não pode ser sustentado mais do que por alguns meses, ou seja, até

junho aproximadamente. O alto nível de produção e emprego prevalecente antes do congelamento, o aumento na folha real de salários produzido pelo Plano e o provável grande tamanho do déficit do setor público tendem a criar uma inflação reprimida substancial na economia, acima daquela derivada dos preços relativos errados em alguns setores. Um retorno rápido, embora gradual, a preços determinados pelo mercado, acoplado a políticas monetária e fiscal apertadas nos meses seguintes parece ser a única maneira de consolidar o Plano, mesmo à custa de uma recessão temporária e suave este ano. A restrição fiscal significa um forte ajustamento para baixo no dispêndio público e um aumento em alguns preços do setor público (trigo e álcool, por exemplo) enquanto a restrição monetária significa que a taxa real de juros terá que ser suficientemente alta para reduzir a demanda agregada e minimizar a especulação em bens e ativos reais.

O tempo ainda não chegou para se pensar em reformar todo o sistema econômico nem para criar novos instrumentos para controlar a economia. A reforma mais importante foi perdida (a criação de um banco central independente no Brasil). As outras podem esperar até tornar-se claro que o programa está consolidado.

O governo brasileiro tem uma oportunidade única para dirigir a economia a uma trajetória de crescimento sustentado nos anos seguintes, baseada numa recuperação do investimento privado a partir de 1987. Como muitos planos de estabilização mostram, entretanto, os primeiros seis a nove meses são críticos: ou o programa é consolidado e um grau aceitável de estabilização é alcançado ou ele é abandonado e a economia reinflaciona rapidamente até que uma nova tentativa seja feita. O governo defrontar-se-á com esse dilema muito em breve.