

ESTRANGULAMENTO DA LIQUIDEZ COMO EFEITO DO PLANO COLLOR

Luiz Carlos Bresser-Pereira

Gazeta Mercantil, 27/03/90

O êxito do Plano Collor depende, a curto prazo, da correta administração da quantidade de moeda e dos salários, a médio prazo, do equilíbrio dos preços relativos, e no prazo máximo de um ano, da realização de um superávit fiscal. Ora, embora venha afirmando que este plano é economicamente coerente, estou convencido que o extraordinário aperto de liquidez a que ele levou a economia decorre de um erro conceitual no qual eu também incidi na minha primeira avaliação do plano. Este erro poderá levar a uma recessão muito maior do que a desejada por seus formuladores, e, em decorrência, ao próprio fracasso do plano, na medida em que provoque a desconfiança generalizada dos agentes econômicos no governo e no sistema financeiro e afinal produza uma desorganização da economia ainda mais profunda do que aquela derivada das altíssimas taxas de inflação em que vivíamos.

O Plano Collor congelou cerca de 80 por cento dos ativos financeiros na forma de novos cruzados e deixou intocados entre 35 e 40 bilhões de cruzeiros, que correspondem a cerca de 9 por cento do PIB. Dado que em meados de 1986, depois de vários meses de estabilidade de preços, a remonetização da economia havia levado a quantidade de moeda (medida pelo somatório de dinheiro em poder do público e depósitos à vista - M1 na linguagem econômica) a aumentar para 8 cento do PIB e no final a 10, os 9 por cento do Plano Collor seriam um volume de cruzeiros basicamente suficiente para garantir uma liquidez deliberadamente apertada da economia. Haveria inicialmente uma redução da velocidade da moeda, na medida em que os agentes econômicos tenderão a entesourar cruzeiros e porque os bancos terão uma certa dificuldade de reciclar os cruzeiros que sobriam em alguns setores e sobriam em outros, mas logo a economia atingiria um equilíbrio moderadamente recessivo, conforme desejado.

A liquidez da economia é dada pela clássica equação de trocas, que afirma que a quantidade de moeda, M (ou, mais precisamente, $M1$) multiplicada pela sua velocidade-renda de circulação, V , é igual à renda real, Y , multiplicada pelo índice de preços, p .

$$MV = Yp$$

Nesta equação M corresponde à oferta de moeda e Yp/V , à demanda de moeda ou à renda nominal. A liquidez será "folgada" ou "apertada" conforme, respectivamente, M tenda a ser maior do que Yp/V ou o inverso esteja ocorrendo em função da oferta e da procura dos agentes econômicos (no final, contabilmente, um termo da equação de trocas não pode ser maior ou menor do que o outro porque esta equação é uma identidade que parte da definição de $V=Yp/M$).

A hipótese subjacente ao Plano Collor é que os 35 bilhões de cruzeiros deixados em cruzeiros correspondem ao M1. Se no Plano Cruzado, no segundo semestre de 1986, um M1, ou seja, uma quantidade de moeda, de 8 a 10 por cento do PIB, proporcionou um nível folgado de liquidez, agora 9 por cento do PIB em cruzeiros seria uma quantidade de dinheiro que permitir à economia funcionar com um certo aperto de liquidez, dada a redução prevista na velocidade de circulação da moeda.

Este raciocínio parece lógico mas na verdade está profundamente equivocado. O aperto de liquidez atual não é moderado mas enorme, muito maior do que o planejado, por duas razões. Em primeiro lugar, porque a comparação com o Cruzado não é correta. Naquela época a economia funcionou com folga de liquidez com uma quantidade de moeda de 8 a 10 por cento do PIB, mas é preciso lembrar que nem todo o overnight foi monetizado. Este continuava a existir e a ser um ativo totalmente líquido à disposição dos agentes econômicos. Uma quantidade de moeda adequada, se os demais ativos financeiros estivessem aplicados principalmente em ativos de médio e longo prazo, como acontece nos países centrais, seria, de cerca de 14 por cento do PIB e não 9. Estes 14 por cento são o que temos em média de M1 nos países capitalistas com moeda estável.

Em segundo lugar, não é verdade que o Plano Collor deixou uma quantidade de moeda, M1, de 9 por cento do PIB. Deixou cruzeiros neste valor. Mas uma parte desses cruzeiros será aplicada novamente no overnight e em cadernetas de poupança e assim esterilizadas (o mesmo ocorrerá com o entesouramento sob os colchões mas este só poderá ser medido através da redução da velocidade da moeda). Quanto poderá ser o valor dessa esterilização? É difícil prever, mas suponhamos que limite-se a 2 por cento do PIB, reduzindo a quantidade de moeda em cruzeiros para 7 por cento do PIB.

Fica, assim, claro o enorme aperto de liquidez que está sendo imposto à economia. A quantidade de moeda "normal" deveria ser algo próximo a 14 por cento do PIB e temos apenas 7 por cento.

Se esta análise é correta, parece urgente que haja uma forte injeção de cruzeiros na economia. Alguma coisa poderá vir das emendas que estão sendo discutidas no Congresso, mas o que o governo deveria decidir imediatamente, independentemente de

qualquer emenda, é autorizar a transformação em cruzeiros das folhas de pagamento de março. Teme-se que o pagamento dos salários de março aumentem excessivamente a liquidez. Este temor, entretanto, é infundado dada a falta objetiva de moeda existente da economia. Muitas empresas ficarão sem poder pagar os salários de março se nada for feito além de limitados acenos com financiamentos.

Certamente há outras formas de aumentar a quantidade de moeda, mas esta parece ser a mais adequada porque atende a uma necessidade urgente, porque é administrativamente de fácil execução, e porque corrigiria um pouco o excessivo aperto sobre as empresas de serviço, cujas contas a pagar liquidáveis em cruzados são geralmente pequenas e cujas folhas de pagamento são grandes em relação a seu capital ou a sua receita. Com a liberação de cruzeiros para as folhas teríamos um aumento imediato de cruzeiros de no máximo 2,5 por cento do PIB, que daria à economia um fôlego para funcionar. A liquidez continuaria apertada, como é desejável, mas não seria estrangulada, como acontece no momento.