COPPEAD/UFRJ

RELATÓRIO COPPEAD Nº 165

CONSIDERAÇÕES SOBRE A RECENTE REFORMA ECONÔMICO-MONETARIA

Ney Roberto Ottoni de Brito*

Maio de 1986

* Ney Roberto Ottoni de Brito é professor de Economia e Finanças do programa de Pós-Graduação em Administração da UFRJ. Este trabalho contou com a assistência de pesquisa de Sylvia Figueira de Mello e baseou-se na versão original "The Brazilian Economic and Monetary Package: Origins and Consequences", desenvolvido para a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro - BVRJ

I- INTRODUÇÃO

A economia brasileira está atravessando um período de profundas modificações. O último pacote econômico de 28/02/86 delineou uma completa reforma econômica e do padrão monetário com vistas a aplicar um tratamento de choque na inflação.

Este trabalho examina os principais aspectos deste pacote. Inicialmente, são examinadas suas origens: os problemas econômicos do final de 1985, agravados pelos problemas políticos do início de 1986. O pacote é visto como uma decisão política.

Depois de examinar o pacote em si, o trabalho segue com uma discussão de seu impacto sobre as empresas no curto e no longo prazo. As condições para o total sucesso do pacote são analisadas enfatizando-se, para tal, a necessidade do controle do setor público.

Finalmente, discute-se o cenário brasileiro para investidores externos mostrando-se as condições favoráveis do mercado acionário num contexto de diversificação internacional de carteiras de investimentos.

II - A ECONOMIA BRASILEIRA AO FINAL DE 1985

O cenário da economia brasileira no final de 1985 apresentava uma série de aspectos que o tornava particularmente difícil. A situação do setor público era crítica, com suas contas sugerindo um total descontrole operacional. O déficit público alcançou 3,7% do PIB. Como em 1984 o déficit público representava apenas 1,9% do PIB, existiu então uma expansão de quase 100% em 1985, o que indica a magnitude dos problemas operacionais do setor público.

O financiamento do déficit através da emissão de títulos públicos elevou substancialmente a dívida nos últimos anos. Sua evolução absoluta e como proporção do PIB é apresentada na Tabela 1. A dívida pública que representava 25,7% do PIB em 1982 evolui para 48,9% do PIB ao final de 1985. Ou seja, a dívida pública representava quase a metade do Produto. Como consequência, o Estado aumentava sua participação na economia e o setor privado retraia-se. Os níveis de absorção pelo Estado da poupança financeira gerada também aparecem na Tabela 1 e indicam a extensão do problema. Em 1985, o Estado absorveu 51,7% da poupança financeira gerada - uma participação de mais da metade do total e que chegou a atingir quase 2/3 em 1981.

A liberalização política fortalecida na Nova República a partir de março/85 e a fragilidade inicial do governo abriram espaço para uma série de movimentos trabalhistas que conquistaram ganhos reais de salários da ordem de 14% no correr do ano. O crescimento da renda disponível dos trabalhadores constituiu-se

TABELA 1

DIVIDA LIQUIDA DO SETOR PUBLICO

Cr$ bilhões

	DEZ/81	DEZ/82	DEZ/83	DEZ/84	DEZ/85
TOTAL GERAL (A+B)	7.563	19.562	88.749	316.682	1.107.135
A) DIVIDA INTERNA	3.077	8.860	32.056	122.382	459.333
Dívida Mobiliária junto ao Público	2.147	4.741	14.285	58.985	251.539
B) DIV. EXTERNA LIQ. AJUSTADA (*)	4.486	10.702	56.693	194.300	647.802
SALDO MEDIO DA DIVIDA (**)		13.050	48.696	188.835	665.016
SALDO MEDIO / PIB (%)		25,70%	40,50%	48,80%	48,90%
% ESTADO NA POUPANCA FINANCEIRA	65,7	61,12	53,44	54,24	51,72

Notas:
(*) Inclui linhas de crédito comercial e depósitos registrados em moeda estrangeira do setor privado;
Exclui reservas internacionais e dívida do setor público financeiro.
(**) Calculado supondo-se crescimento linear da dívida em cada ano.

em um estímulo para o aquecimento da economia a partir do final do primeiro semestre. Seu efeito multiplicador gerou o aumento do consumo e do nível de produção de um modo geral, com a recuperação do nível do emprego. A taxa média de desemprego das 6 principais regiões metropolitanas reduziu-se para 3,15%, o menor nível dos últimos anos. A expansão dos níveis de produção foi feita sem novos investimentos através da redução de capacidade ociosa. Com isto, os níveis de capacidade ociosa reduziram-se durante o segundo semestre e, ao final de 1985, a economia aproximou-se de sua capacidade plena. A partir daí, aumentos de produção começaram a ser feitos com deseconomias de escala e maiores custos. Diversos setores da indústria começaram a operar em três turnos pagando horas extras e adicionais noturnos. Ou seja, ao final de 1985 existiam pressões de oferta e demanda sobre o nível de preços.

Adicionalmente, o comportamento das variáveis monetárias também foi expansivo. A evolução dos meios de pagamento, base monetária e inflação no 2º semestre de 85 e nos primeiros 2 meses de 1986 são apresentados nas Figuras 1A e 1B. Os dados da Figura 1B representam a expansão no período de 12 meses anterior, incluindo o mês de referência. Cabe observar-se a notável expansão da base monetária (251,3%) e dos meios de pagamento (312,1%) em 1985. No ano de 1984, estas taxas haviam atingido 243,8% e 201,9%, respectivamente. Esta expansão representava outro expressivo fator gerador de pressões sobre o nível de preços.

Em síntese, uma conjugação de fatores que contribuíam para a aceleração do processo inflacionário ao final de 1985:

FIGURA 1-A

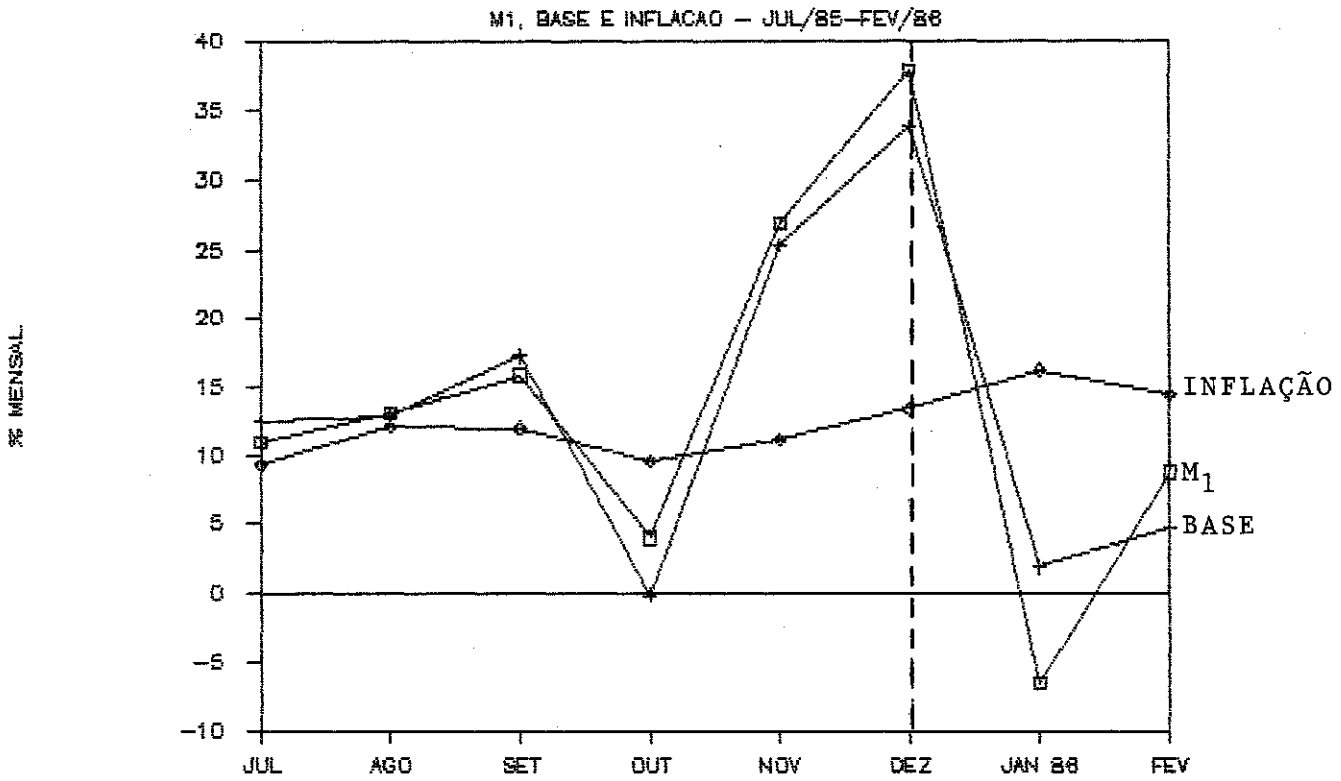
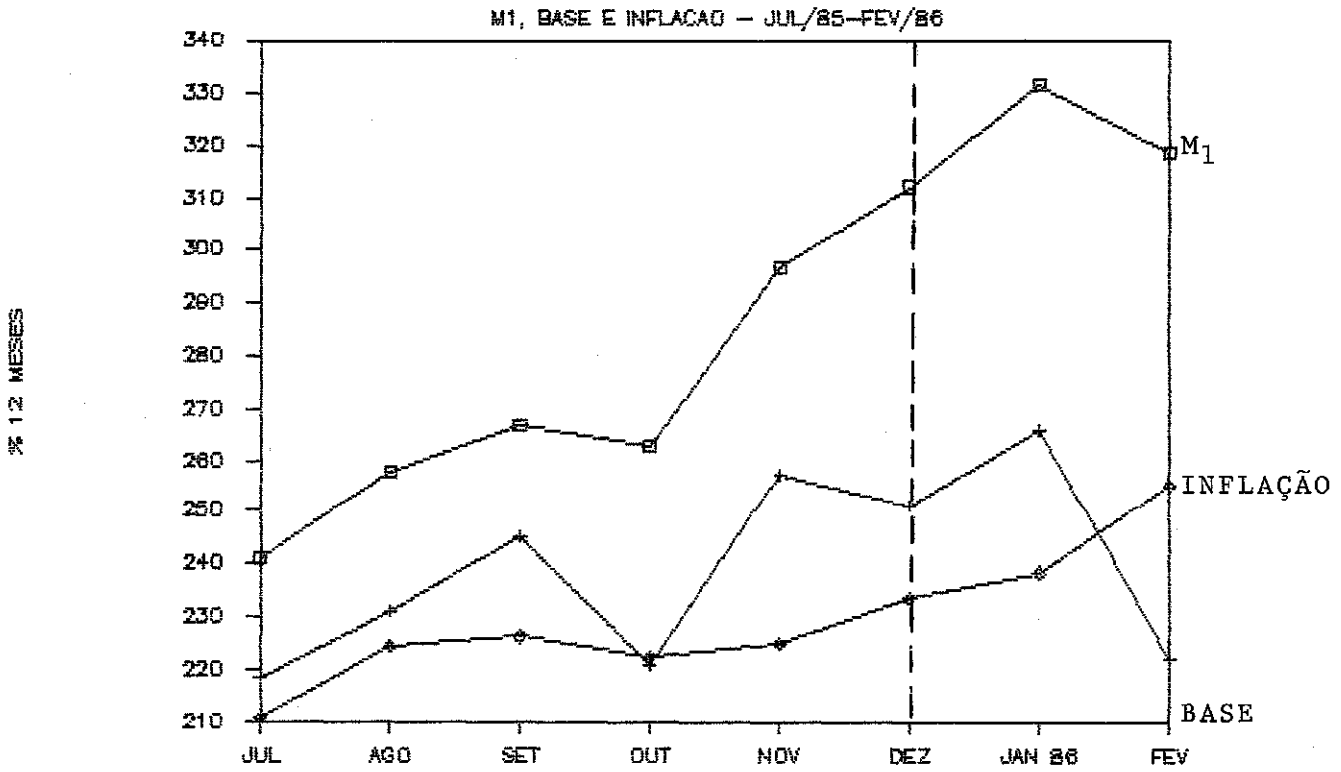


FIGURA 1-B



i) o descontrole do déficit público,

ii) os ganhos reais de salários,

iii) o maior aquecimento e pressão sobre custos de produção e

iv) a folgada liquidez da economia.

As taxas de inflação, que já vinham apresentando níveis elevados ao longo do segundo semestre, cresceram em dezembro. Esta elevação, associada à conjugação de fatores discutida sugeria para o início de 1986 uma maior incerteza e risco inflacionário. Como resultado, as empresas adotaram uma maior cautela em seus programas de investimento e os aumentos de produção continuaram a ser feitos com deseconomias de escala e sem expansão da capacidade instalada. A economia caminhava para uma situação de difícil controle.

Ao perceber o descontrole da economia, do déficit público e o excesso de liquidez, o governo decidiu implementar uma ampla reforma fiscal ao final de 1985. O objetivo principal era aumentar as receitas fiscais e controlar o déficit público. O aumento das receitas fiscais gerava maiores transferências do setor privado ao setor público. Inicialmente estimava-se uma receita bruta adicional de Cr$ 80 trilhões, que mais tarde, foi reestimada em Cr$ 110 trilhões, um acréscimo de Cr$ 30 trilhões nas transferências do setor privado. Como será discutido adiante, a reforma fiscal permitiria uma melhor administração das contas públicas no princípio de 1986 mas representou um novo crescimento da participação do Estado na economia.

III - OS MESES INICIAIS DE 1986

Os meses iniciais de 1986 desenvolveram-se já sob os efeitos do pacote fiscal. Com ele o governo conseguiu obter um superávit fiscal de cerca de Cr$ 10 trilhões em janeiro e fevereiro. Este resultado representa um resultado bruto e não incorpora contas do orçamento monetário nem contas das estatais. Na realidade, o resultado líquido do setor público ainda é bastante incerto e falta um nível adequado de transparência nas contas públicas. De qualquer modo, os resultados sugerem um melhor equilíbrio das contas do setor público no início do corrente ano e o sucesso do governo em obter um melhor controle de seus resultados. Este fator teria marcante influência no desenvolvimento da reforma econômico-monetária.

Como discutido anteriormente, o final de 1985 foi marcado por uma conjugação de fatores pressionando os níveis de inflação e preços. Esta conjugação cristalizou expectativas de uma rápida elevação nos níveis de inflação que influenciaram o comportamento do consumidor. Observou-se então nos meses iniciais de 1986 um forte movimento de antecipação de consumo. Todos procuravam consumir mais para pagamento a prazo e com crédito. Este movimento, característico de períodos de aceleração inflacionária, consolidou as expectativas anteriores e gerou um expressivo componente de consumo na inflação no princípio do ano.

Apesar do melhor controle das contas públicas o componente inercial predomina e marca o comportamento da inflação. A indexação generalizada da economia, que não parecia

gerar efeitos até o final de 1985, também contribuiu para a consolidação do componente inflacionário de antecipação de consumo. O grau de descontrole do processo inflacionário é evidenciado na Figura 2. Ela apresenta as expectativas e os níveis observados de inflação nos últimos meses.

As expectativas de inflação foram geradas por médias móveis abrangendo o período de 3 meses anterior. Assim a expectativa de inflação para fevereiro de 1986 foi obtida por:

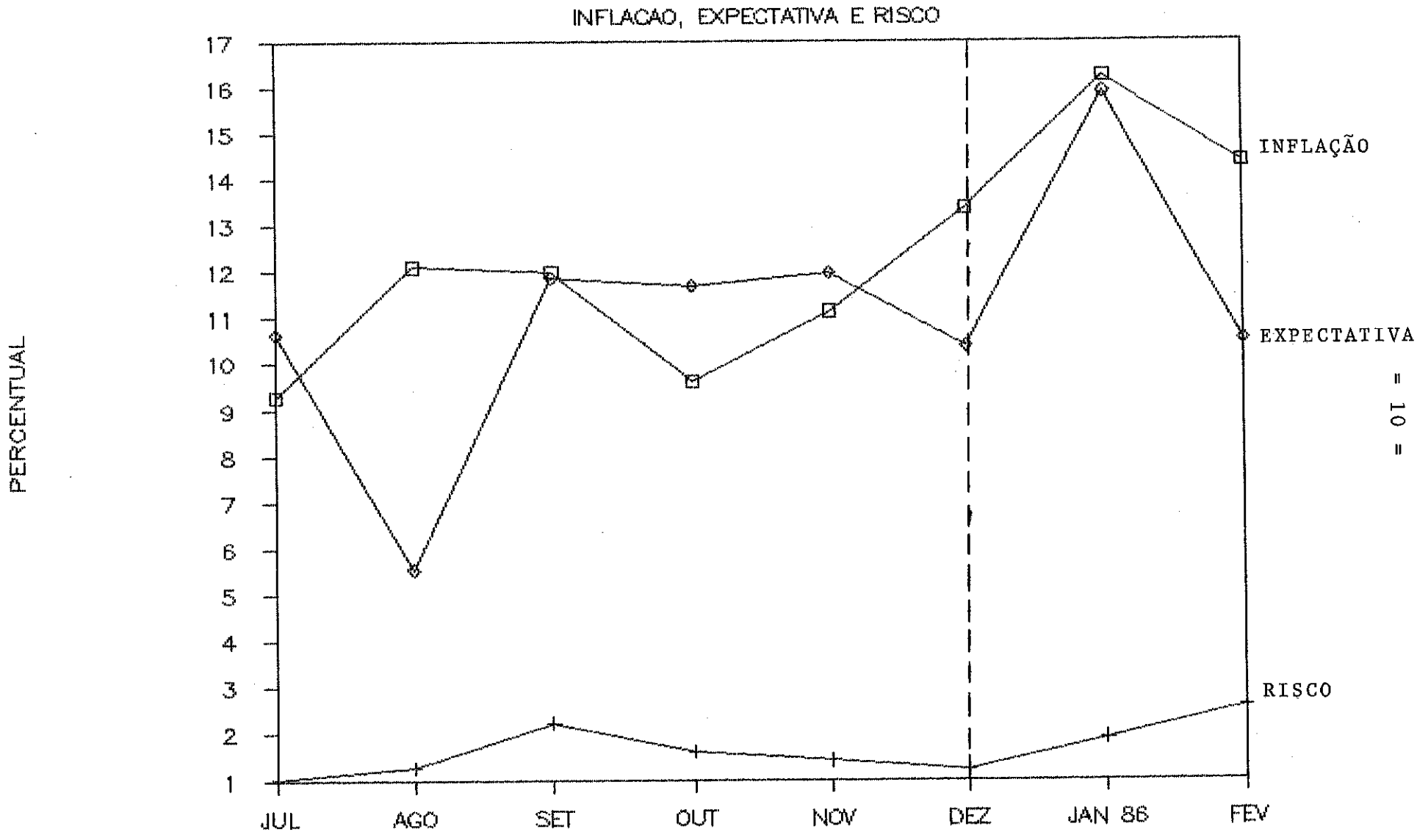
$$E(\text{Fev }86) = \frac{\text{inflação (Nov85/Jan86)}}{\text{inflação (Nov84/Jan85)}} \times \text{inflação (Fev85)}$$

E interessante observar-se na figura que desde dezembro de 1985, um período de 3 meses, firma-se um quadro em que os níveis observados de inflação consistentemente superam as expectativas. Ou seja, caracteriza-se um quadro de aceleração inflacionária que tornou-se particularmente visível em fevereiro quando o nível de inflação (14,36%) supera a expectativa (10,5%) em 3.86%.

O movimento dos consumidores e o comportamento do processo inflacionário gerou o descrédito geral em relação à economia. Os reflexos políticos foram imediatos e o governo federal experimentou uma rápida perda de popularidade. A situação política do governo tornou-se particularmente frágil. Ao final de fevereiro, o presidente, que assumiu as funções em circunstâncias episódicas com o falecimento de Tancredo Neves, fazia face a um cenário em que:

(i) sua base de apoio popular se erodia rapidamente,

FIGURA 2


INFLACAO, EXPECTATIVA E RISCO
PERCENTUAL
17
16
15
14
13
12
11
10
9
8
7
6
5
4
3
2
1
JUL
AGO
SET
OUT
NOV
DEZ
JAN 86
FEV
INFLAÇÃO
EXPECTATIVA
RISCO

(ii) no correr do próximo mês de março existiria uma nova rodada de negociações trabalhistas com pressões por ganhos reais de salários envolvendo sindicatos fortes como o dos bancários,

(iii) o movimento político-partidário refletia os problemas e o governo perdia sua sustentação com a erosão dos partidos que o sustentavam e com a coligação de diversas de suas seções com os partidos de oposição,

(iv) a abertura do Congresso Nacional nos primeiros dias de março daria grande visibilidade às dificuldades políticas do governo e, mais ainda, as ampliaria e aceleraria e

(v) tudo isto ocorria em um ano político que terá eleições gerais para Estados e para a organização da nova Constituição, que deverá reger o país por algumas décadas.

Não existe a menor dúvida de que este cenário era difícil. As alternativas políticas eram poucas e exigia-se do governo:

1) uma demonstração de energia que restaurasse sua força e credibilidade,

2) modificações suficientemente profundas que constituíssem tal demonstração de energia e que

criassem a imagem de mudança e movimento tão necessária para máximo impacto a nível popular e

3) reaglutinar sua base de sustentação político-partidária.

A decisão de implementar um tratamento de choque da economia e do processo inflacionário talvez fosse a única alternativa política que atendia à todas estas necessidades. Ela foi então adotada nos últimos dias de fevereiro passado.

IV - A REFORMA ECONOMICA E MONETARIA

O agravamento do processo inflacionário levou o governo brasileiro a tomar a importante decisão política de implementar a profunda reforma econômico-monetária objetivando um tratamento de choque. Ela teve como principais medidas:

1) a mudança da unidade monetária,
2) o congelamento de preços e salários,
3) a desindexação da economia e
4) a fixação de uma taxa cambial sem previsão de alteração.

A nova moeda brasileira, o cruzado, substituiu o cruzeiro guardando uma relação de 1 para 1000 com a antiga moeda. Os preços em 28/02, transformados em cruzados, foram congelados e os salários, que sofriam reajustes semestrais, foram todos reajustados em março e também tabelados. Pressões trabalhistas fizeram com que o congelamento dos salários fosse revogado poucos dias após, permitindo-se sua recomposição automática em 60% da inflação que eventualmente se observar.

De qualquer forma, excetuando-se os salários e os depósitos das cadernetas de poupança, toda a economia foi desindexada, eliminando-se as ORTNs, que foram transformadas em OTNs e também congeladas.

Finalmente, a taxa cambial foi fixada em CZ$ 13,84, valor vigente em 28/02. Entretanto, a política cambial de desvalorização do cruzado continuará a refletir a evolução da

taxa inflacionária do país, sem qualquer previsão de alteração de taxas.

A reforma econômico-monetária tornou-se viável por diversas razões técnicas. A nível interno, o setor público já apresentava um melhor controle de suas contas, talvez até um superávit líquido sem pressionar o mercado financeiro e variáveis monetárias. A nível externo, o país apresentava uma confortável situação cambial com reservas estimadas em US$ 9 bilhões, um elevado superávit na balança comercial e acabava de sair de uma boa rodada de renegociação da dívida externa. A situação externa é confortável a ponto de admitir-se um eventual saldo positivo no balanço de pagamentos do país. Em síntese, os aspectos técnicos internos e externos viabilizaram a decisão política do governo de optar pela reforma.

O período imediatamente subsequente à reforma evidenciou sua forte credibilidade e apoio popular. O povo brasileiro, cansado de soluções ineficazes e da convivência com elevada e incerta inflação, aderiu totalmente às medidas do governo. Cada brasileiro comportava-se como um fiscal de preços para o bom andamento do plano. O governo obteve também a adesão da maioria dos partidos e entidades empresariais, marginalizando os principais focos de resistência política.

Nos primeiros meses da nova economia brasileira, espera-se que a inflação esteja próxima de zero e taxas muito baixas para os meses seguintes. Consubstancia-se assim um choque sobre as expectativas inflacionárias que deverão redirecionar recursos para investimentos produtivos, provocando assim um arrefecimento da especulação financeira.

V - OS EFEITOS SOBRE A ESTRUTURA EMPRESARIAL

A reforma economico-monetária teve profundos efeitos sobre a estrutura empresarial brasileira. Na realidade, a quase totalidade das operações das empresas foi afetada, a curto e longo prazo.

A curto prazo os efeitos já foram sentidos no corrente mês de março. A estrutura da receita das empresas foi abruptamente alterada com a redução dos resultados não-operacionais de aplicações financeiras. A taxa líquida média de aplicações de curto prazo reduziu-se de 13% em fevereiro para 0.65% em março. Esta redução das taxas de aplicação teve um efeito particular nas empresas que tinham recursos disponíveis a custo nulo por algum prazo ou ganhavam no "float".

Adicionalmente, a reforma teve efeitos de curto prazo sobre custos e preços. Toda a estrutura de vendas a prazo sob crédito carregava expectativas inflacionárias embutidas em preços. Na realidade, estes componentes representavam custos financeiros que desapareceram com o congelamento de preços e salários da reforma econômica. Com isto, a estrutura empresarial teve que se envolver de imediato em um amplo processo de revisão de custos e renegociação geral de preços. Este processo é difícil e está afetando também as operações e a receita operacional das empresas. Muitas delas simplesmente não faturaram nada durante os primeiros dias de março.

Apesar do envolvimento no momento concentrar-se nestes problemas de curto prazo, a reforma terá também expressivos

efeitos a longo prazo. Sob a estrutura anterior, com indexação, os resultados finais líquidos das empresas eram influenciados pela correção monetária do imobilizado e do patrimônio líquido. Ou seja, além de depreciação, um outro componente extra-caixa, o saldo desta correção monetária, chegava aos resultados das empresas. Com a eliminação da indexação este componente desaparece, o que afeta os resultados finais das empresas.

A redução dos níveis de receitas não-operacionais e a neutralização do componente de correção monetária na geração de resultados levará nossas empresas a uma completa reavaliação de suas estratégias financeiras e de seus investimentos. Neste sentido, a reforma econômica terá importantes efeitos de longo prazo redirecionando as atividades e os investimentos das empresas.

Sem dúvida as chances de completo sucesso da reforma aumentarão se o efeito final for um redirecionamento dos investimentos para atividades produtivas, o que reduziria a probabilidade de efeitos recessivos. A redução dos níveis de risco e incerteza inflacionária certamente contribuem para a retomada dos investimentos produtivos. Por outro lado, a incerteza quanto ao prazo de congelamento de preços e salários desestimula novos investimentos produtivos. Neste contexto, o nível de equilíbrio de taxas de juros terá um papel importante. A redução das taxas contribuiria para a retomada dos investimentos. Por outro lado, taxas excessivamente baixas estimulariam níveis excessivos de produção e estoques e, mais desagradável ainda, estimulariam o desenvolvimento de mercados "paralelos" de bens e serviços.

VI - CONSIDERAÇÕES SOBRE O SUCESSO DA REFORMA

Não se pode deixar de reconhecer que a decisão de implementar a reforma econômico-monetária foi adequada e bem sucedida. Entretanto, não se pode esquecer que seu sucesso final e completo somente ocorrerá quando:

(i) preços forem novamente liberados e

(ii) se mantiverem razoavelmente estáveis.

Na realidade, a reforma terá seu sucesso associado à rapidez de sua implosão.

Com o correr do tempo o congelamento de preços e salários gerará distorções crescentes. A livre oscilação de preços internacionais levará a uma oscilação dos preços de importantes insumos e as oscilações em custos que não poderão ser repassadas a produtos finais. Mais ainda, os movimentos livres de preços internacionais poderão tornar a quantidade ofertada no mercado interno uma variável residual. Em suma, o congelamento prolongado conduzirá a ajustes qualidade - o mesmo produto sendo oferecido com menor qualidade - e a ajustes quantidade na oferta.

Mesmo com tais ajustes, o congelamento prolongado poderá gerar distorções insuportáveis a ponto de reduzir a atividade produtiva com todas as desagradáveis consequências recessivas e sociais.

Para uma adequada e bem sucedida implosão do congelamento de preços e salários não se pode deixar de destacar a relevância da administração das operações e da caixa do setor público. A dívida pública precisa ser reduzida e, mesmo

aproveitando-se a maior demanda por moeda para substitui-la por emissões, não será eliminada a necessidade de superávits de caixa do setor público.

Além de permitir uma melhor administração da dívida, a existência de superávits evitará quaisquer pressões sobre o nível de taxas de juros contribuindo para sua natural redução, para a retomada de investimentos e para diminuir as chances de efeitos recessivos. Mais ainda, os superávits permitirão ao setor público aumentar sua capacidade de absorver as eventuais oscilações de preços associadas ao descongelamento. A mais injusta das possibilidades seria a utilização do congelamento como instrumento de administração das despesas públicas. Finalmente, a importância do comportamento das contas públicas para o sucesso da reforma requer que sua apresentação seja feita de forma consistente e com grande transparência.

Cabe mais uma vez enfatizar que, para o sucesso da reforma, dois grandes preços da economia serão críticos: a taxa de juros e a taxa cambial. A taxa de juros deve ser suficientemente baixa para estimular os investimentos e suficientemente alta para inibir mercados paralelos e especulativos. A taxa cambial refletirá quaisquer pressões inflacionárias com reflexos em nossa área externa. De qualquer forma, exige-se um esforço coletivo para o sucesso da reforma. Ela foi, sem a menor dúvida, a melhor alternativa para sairmos da paranóia hiperinflacionária.

VII - O CENARIO PARA INVESTIDORES EXTERNOS

Como seria natural, a reforma econômico-monetária produziu grande redução no nível de taxas de juros nominais. Adicionalmente dois aspectos influem no cenário de investimentos:

(i) a existência de uma relação negativa entre inflação e risco inflacionário e o mercado de ações e

(ii) a expectativa do deslocamento de recursos das empresas para investimentos em produção.

Todos estes aspectos beneficiaram particularmente o mercado de ações das Bolsas de Valores. Registrando esta tendência, a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro apresentou uma elevação de 55% em seu índice de ações (IBV) durante o mês de março. Como a inflação deverá ser nula ou ligeiramente negativa, este valor representa um ganho real expressivo.

Na área externa, como discutido anteriormente, a posição brasileira é bastante confortável. A balança comercial continua a mostrar um comportamento favorável e tem sido beneficiada pela queda dos preços do petróleo. A previsão do superávit comercial já foi revista de US$ 12 bilhões para US$12,75 bilhões. A dívida externa brasileira acaba de ser renegociada em condições favoráveis para 1986 e contempla-se a possibilidade de existir um superávit no balanço de pagamentos. A conjuntura favorável é completada pela queda do nível de taxas de juros no mercado internacional e pela queda do dólar em relação a outras moedas. Com reservas ao nível de US$ 9 bilhões a situação

cambial brasileira é estável.

O cenário do mercado de ações mostra-se então muito favorável para investidores externos. Existe a oportunidade de participar dos ganhos e da alta rentabilidade esperada do mercado de ações com baixos níveis de risco cambial. As condições tornam-se ainda mais favoráveis pelos baixos níveis de correlação entre o mercado da Bolsa do Rio de Janeiro e as principais bolsas internacionais. A Bolsa de Valores do Rio de Janeiro oferece então o potencial adicional de contribuir para uma mais rápida diversificação de risco em carteiras balanceadas.

Cabe lembrar que a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro negocia ações em diversos mercados: à vista, a termo, a futuro e em opções. Este conjunto completo apresenta as condições ideais para investidores sofisticados e para administração por arbitragem. Em síntese, os mercados da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro oferecem aos investidores internacionais grandes empresas, a preços razoáveis, que contribuem para diversificar o risco de carteiras e são negociadas em um ambiente dinâmico que permite a utilização de estratégias de arbitragem.