

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA

BLOQUEIO DA LIQUIDEZ E ESTABILIZAÇÃO. O FRACASSO DO PLANO COLLOR

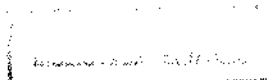
Carlos Eduardo Ferreira de Carvalho

Tese de Doutorado em Economia
apresentada ao Instituto de Economia da
Universidade Estadual de Campinas, sob orientação
do Prof. Dr. José Carlos de Souza Braga

Este exemplar corresponde ao original da
tese defendida por Carlos Eduardo Ferreira
de Carvalho em 30/08/96 e orientada pelo
Prof. Dr. José Carlos de Souza Braga.
CRG/IE, 30/08/96

Braga

CAMPINAS, 1996



UNIDADE	BC
Nº CHAMADA:	
	UNICAMP
	C 253B
V	28891
Nº	661/96
	☐ ☒
PREÇO	R\$ 11,00
DATA	30/10/96
Nº CPD	

CM-00093700-0

**FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELO
CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO DO INSTITUTO DE ECONOMIA**

C253b Carvalho, Carlos Eduardo Ferreira de
Bloqueio da liquidez e estabilização : o fracasso do Plano Collor / Carlos Eduardo Ferreira de Carvalho. -- Campinas, SP : [s.n.], 1996.

Orientador : José Carlos de Souza Braga.
Tese (Doutorado) - Universidade Estadual de Campinas.
Instituto de Economia.

1. Liquidez (Economia). 2. Plano Collor. 3. Estabilização econômica - Brasil. I. Braga, José Carlos de Souza. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

Aos meus pais, Maria e Fernando.
Sem o seu apoio e o seu afeto, teria
sido bem mais difícil chegar até aqui.

"É preciso maior cuidado, intelectualmente
falando, para contestar quem está vencido
do que para desafiar as potestades".

Renato Janine Ribeiro, *A Última Razão dos Reis*, Prefácio.

ALGUMAS EXPLICAÇÕES

Minha primeira motivação para estudar o Plano Collor tinha muito de passional. Como coordenador do plano de governo da candidatura presidencial do Partido dos Trabalhadores em 1989, empenhei-me em criticar as propostas de bloqueio de aplicações financeiras e de conversão forçada da dívida pública, procurando evitar que ganhassem força dentro do PT. Estava convencido de que seriam um desastre, especialmente em um governo Lula, mas também em outras circunstâncias políticas. Ao ver o bloqueio da liquidez anunciado na posse de Collor, acreditava que falharia e que era uma aventura irresponsável.

Um ano e meio depois, a escolha do Plano Collor como tema de tese tinha a motivação de demonstrar que o bloqueio da liquidez fora um equívoco e malograra por si mesmo, por ser intrinsecamente incapaz de atingir os objetivos a que se propunha. Desde o início foi um trabalho de pesquisa que pretendia demonstrar uma conclusão formulada antes e que motivava plenamente o esforço empreendido.

Procurei evitar que a conclusão prévia se tornasse um obstáculo ao conhecimento e à reflexão. Tinha presente as palavras do professor Otávio Ianni sobre a necessidade de o pesquisador se abandonar ao seu objeto e deixá-lo fluir, tomar vida própria. Como sempre ocorre quando se age assim, a pesquisa exaustiva e sistemática mostrou um universo de questões bem mais amplo do que supunha a princípio.

Uma delas foi a percepção de que, apesar de ter sido sem dúvida um dos acontecimentos mais marcantes da política econômica brasileira, o Plano Collor estava e está indo para o esquecimento. Nada estranho em um país de tão pouca memória organizada, de tanta dificuldade para a pesquisa. Mais grave foi perceber que se cristalizava uma avaliação superficial e simplificadora, baseada em diversos preconceitos.

A crítica de muitos economistas liberais procurou cristalizar a imagem de que o Plano Collor fora uma "travessura", em oposição à política "séria" que só eles saberiam formular e executar. Como se boa parte do que fizeram nos anos anteriores ao Cruzado ou depois do Plano Collor não incluísse equívocos monumentais e políticas grandemente nocivas aos interesses da maioria dos brasileiros.

Vinda de outra vertente, generalizou-se a afirmação de que o bloqueio se inviabilizara pelas "torneirinhas". Era uma nova versão da tese tão repetida de que políticas econômicas "tecnicamente corretas" falham porque os governos "cedem" à sociedade, abandonando a "racionalidade" da fria ciência econômica. Um programa tão ambicioso e complexo como o Plano Collor teria sido derrotado pela liberação das cadernetas de poupança dos aposentados e por uma série de trambiques envolvendo as prefeituras de pequenas cidades do interior, como tantas vezes se repetiu, sempre sem demonstração alguma.

Consolidou-se assim uma segunda grande motivação para desenvolver o trabalho. Tratava-se de resgatar e recuperar um evento importante da história econômica brasileira. Aprende-se muito com os acontecimentos anormais ou excepcionais. A análise das dificuldades e da trajetória do Plano Collor poderiam lançar luz sobre diversos aspectos da instabilidade monetária e da prolongada crise econômica que castigaram a economia brasileira nos anos oitenta, bem como sobre as vicissitudes da política econômica ao longo deste período difícil.

A hipótese inicial se manteve, mas embasada em compreensão mais ampla dos processos envolvidos, em especial o papel decisivo dos bancos na rápida recomposição da liquidez. A percepção de que este era um problema incontornável em um bloqueio de aplicações financeiras reforçava, já em 1989, nossa posição contrária a programas daquela natureza. Espero ter demonstrado que o bloqueio fracassou por seus próprios equívocos e limitações de origem, e não por erros de condução ou pressões políticas.

Fude também compreender os motivos pelos quais me irritava tanto a crítica liberal e de direita ao Plano Collor. O programa de 1990 incluiu medidas muito positivas na área fiscal. Foram impostas algumas restrições aos privilégios da elite brasileira. Houve também a tentativa elogiável de mudar os termos em que vinha sendo tratada a dívida externa, inviabilizada meses depois. Além de que o bloqueio, ao menos no seu primeiro momento, no seu desenho original, atingia também os ricos, causava-lhes alguns transtornos e pregava-lhes grandes sustos. Claro que puderam safar-se até com alguma facilidade, mas não esqueceram o sobressalto. Estas é que foram de fato as "travessuras"

que o *establishment* brasileiro e os credores externos não perdoam e procuram desmoralizar sempre que podem.

Percebi assim o amplo significado da advertência de Renato Janine Ribeiro sobre a necessidade de se ter muito cuidado ao fazer a crítica de quem está vencido, seja um indivíduo, um acontecimento ou uma idéia. Deste ponto de vista, o trabalho da tese foi também uma reconciliação com o seu objeto.

O bloqueio da liquidez foi um equívoco. Foi injusto com os mais pobres, ajudou a deprimir a economia. Mas não foi um despropósito total, uma "tolice". Tinha raízes no debate econômico brasileiro dos anos oitenta. Procurou equacionar problemas reais, complexos, para os quais não havia soluções simples. Na sua fase de "sucesso", não faltaram argumentos elogiosos e justificativas, inclusive da parte de alguns dos que se tornariam críticos ferrenhos e desleais em seguida.

Ao longo da pesquisa abriu-se então o espaço para uma pergunta que evitara desde o começo: havia outra coisa a fazer naquele momento, havia outras alternativas viáveis? Não enfrentei esta questão na tese. Exigiria um esforço adicional muito grande, além de minha capacidade, pelo menos no momento. É melhor voltar a discuti-la depois que estas páginas tiverem sido lidas e devidamente criticadas.

O trabalho foi também uma reavaliação do papel desempenhado pelos economistas que promoveram o bloqueio. Zélia Cardoso de Mello e sua equipe foram arrogantes, tomaram medidas da maior gravidade em um pequeno círculo, como sábios iluminados, capazes de tudo. Fuseram-se a serviço de um indivíduo como Fernando Collor. Cometeram graves equívocos, arrebataram a administração pública, entre outras tantas acusações que se podem fazer com bastante pertinência.

Passados os anos, e comparando-os com aqueles que os antecederam e com aqueles que os sucederam, é difícil concentrar neles todas estas críticas de forma particularmente ácida, como muitas vezes se fez. Não que seus equívocos tenham sido pouco relevantes. Foram apenas menos excepcionais do que pareciam no calor daqueles momentos.

Ao final deste esforço de avaliação do que fizeram, posso olhar suas iniciativas com acento fortemente crítico, mas sem rancor. Por isto dedico o esforço realizado também a eles, como um reconhecimento de sua tentativa de enfrentar os problemas dramáticos da economia

brasileira em um momento muito difícil, embora continue discordando daquilo que fizeram e da forma como fizeram.

Esta visão mais serena não se aplica ao próprio Fernando Collor de Mello. A profunda aversão que me despertava desde quando candidato permanece viva e não vejo nenhum motivo para modificá-la ou atenuá-la, mesmo tendo agora uma visão menos negativa sobre aspectos relevantes de sua atuação como presidente da República. Em Collor a truculência e o descaramento da elite brasileira se combinavam de forma muito natural com a modernidade excludente, provavelmente por estarem todas tão eivadas de desprezo pelo povo brasileiro.

É verdade que este amálgama só desabrocharia plenamente com o tucanato de Fernando Henrique Cardoso, quando os traços paranóicos de Collor foram enfim substituídos pelo cinismo refinado do presidente intelectual. O sucessor deixa Collor menos sozinho, mas nem por isto o torna menos detestável.

AGRADECIMENTOS

Os aspectos positivos deste trabalho devem muito à contribuição de quatro amigos com quem tive o privilégio de discutir alguns pontos particularmente difíceis do trabalho. Arno Meyer leu atentamente a primeira parte do segundo capítulo e apontou diversas passagens obscuras e frágeis na exposição dos argumentos básicos. Henry Gonzalez criticou a análise da remonetização com seu rigor habitual, o que permitiu a correção de alguns equívocos e exigiu a fundamentação mais rigorosa de diversas questões. Sem a ajuda paciente de Reinaldo Lacerda a reconstrução dos aspectos técnicos do bloqueio teria sido muito mais trabalhosa e certamente teria conservado diversas imperfeições. Valdir Ramalho foi paciente o bastante para ler a primeira versão, apesar de ainda muito tosca e confusa, apresentando críticas cuidadosas e exaustivas que me obrigaram a definir a forma que a tese assumiu e a tornar mais precisos os principais argumentos.

José Carlos de Souza Braga ajudou bastante a aprofundar aspectos centrais da tese e a ordenar a argumentação. Foi um orientador incisivo e claro nas observações críticas e nas sugestões, respeitoso e paciente com as dificuldades, encorajador na certeza de um resultado final positivo.

Foram muito estimulantes e esclarecedoras as entrevistas com Ibrahim Eris, José Francisco de Lima Gonçalves, Eduardo Nakao e Francisco Amadeu Pires Félix, além das conversas com Luís Eduardo Assis. Recebi comentários úteis de Gustavo Loyola e de colegas da FUNDAP/IESP em um seminário sobre parte do Capítulo 2, em 1974.

Tenho gratidão especial aos colegas da área financeira da FUNDAP/IESP. Marco Antônio Macedo Cintra leu a maior parte da tese e contribuiu bastante para precisar os argumentos e melhorar o texto.

Como de hábito, as imperfeições e equívocos do trabalho são de minha inteira responsabilidade.

Entre os professores do Instituto de Economia da Unicamp, faço uma homenagem especial a Monica Baer, pelo brilho intelectual e pelo empenho e dedicação, perceptíveis a cada aula, combinação pouco comum e que deve ser sublinhada por quem dela se beneficiou.

Contei durante três anos com uma bolsa do CNPQ, sem a qual teria sido ainda mais difícil enfrentar o doutoramento e sobreviver a ele.

Sou muito grato pelo apoio de Jorge Mattoso, em momento decisivo.

Quero manifestar um agradecimento muito especial à direção da FUNDAP/IESP, pela compreensão sem a qual teria sido muito difícil concluir o trabalho.

Devo a Arno Meyer e a Paulo Nogueira Batista Jr. o convite para trabalhar como pesquisador na FUNDAP/IESP. Paulo contribuiu bastante para a tese pelo estímulo à realização de uma pesquisa anterior sobre a liquidez nos programas de estabilização dos anos oitenta, de grande valia para a minha compreensão dos problemas envolvidos e para a escolha do Plano Collor como tema de tese.

Os anos de trabalho na FUNDAP/IESP têm sido muito estimulantes e foram imprescindíveis para viabilizar minha transição tardia para a pesquisa acadêmica, depois de anos de trabalho na empresa privada.

As sinopses sobre o mercado financeiro da área financeira do IESP e o arquivo de recortes de jornais de 1990 de Júlio Sérgio Gomes de Almeida foram presentes inestimáveis.

Tenho um carinho especial pelos colegas de curso na Unicamp, pelo estímulo e solidariedade nas horas de desânimo e de irritação e principalmente pela alegria e pelo alto astral com que atravessamos a aventura de fazer um doutoramento no Brasil "moderno".

Agradeço também aos meus amigos e irmãos, economistas ou não, com quem discuti tantas destas coisas aqui expostas e outras tantas que as esclareceram e outras ainda que, sem ter nada a ver diretamente com elas, tanto enriqueceram a minha vida. É melhor não citar nomes. A lista é muito grande e o risco de omissões imperdoáveis é ainda maior.

Os anos dedicados ao doutoramento e à elaboração da tese foram anos muito felizes. Não teriam sido tão prazerosos, divertidos e fecundos sem a presença de Pedro, Diogo e Francisco. Três amores, três fontes inesgotáveis de inspiração e de alegria.

Agradecer a Nilde Balcão é quase uma obviedade, ou uma redundância. Depois de tanta vida partilhada, em tudo que faço aparecem os reflexos e as marcas de sua aura clara, de sua mente arguta e de seus olhos profundos.

SUMARIO

Algumas explicações.....	III
Agradecimentos.....	VII
Introdução.....	1
Cap. 1 O bloqueio da liquidez no Brasil de 1990.....	4
1.1 Breve histórico das experiências de bloqueio da liquidez.....	5
1.2 A gênese do Plano Collor.....	19
1.3 Objetivos do bloqueio da liquidez em março de 1990.....	31
1.4 Antecedentes do bloqueio no debate econômico brasileiro.....	50
Cap. 2 O descontrole inicial, o sucesso aparente e a derrota....	74
2.1 Indicadores do nível de liquidez logo após o bloqueio.....	75
2.1.1 Base monetária e haveres financeiros.....	78
2.1.2 Volume de crédito.....	85
2.1.3 Juros.....	94
2.1.4 Atividade produtiva e mercados de risco.....	98
2.2 Fatores de criação de cruzeiros e de aumento da liquidez....	101
2.2.1 Conversão inicial.....	107
2.2.2 Impostos e contribuições previdenciárias.....	110
2.2.3 Transferência de titularidade mais pagamento de impostos..	116
2.2.4 Câmbio.....	120
2.2.5 Sistema bancário.....	120
2.2.5.1 A natureza dos problemas.....	122
2.2.5.2 O arranjo institucional.....	127
2.2.5.3 Os números disponíveis.....	131
2.2.6 Rendimento de cadernetas de poupança.....	134
2.2.7 Demais contas.....	137
2.3 A política monetária "ortodoxa".....	137
Anexos ao Capítulo 2.....	149
3. De volta à inflação elevada.....	160
3.1 O retorno da inflação.....	161
3.2 Impactos no setor produtivo.....	170
3.3 Os ganhos fiscais.....	175
3.4 Câmbio e setor externo.....	181
4. Conclusões.....	201
Referências bibliográficas.....	217

INTRODUÇÃO

O bloqueio da liquidez dos haveres financeiros em março de 1990 ocupa posição singular entre as políticas de estabilização aplicadas no Brasil nos últimos anos, seja pelo rigor das medidas de retenção de haveres financeiros, inéditas no país até então, seja pelo vínculo com o debate dos anos oitenta sobre moeda indexada, excesso de liquidez e estabilização. Além disto, o Plano Collor integra o conjunto de planos que recorreram a bloqueio de liquidez, com a peculiaridade de ter sido uma das poucas vezes em que isto se deu fora de um contexto de guerra ou de fragmentação de Estados nacionais.

A tese aqui defendida é de que o bloqueio da liquidez não é uma estratégia adequada para lidar com os problemas de natureza monetária que os formuladores do Plano Collor pretendiam enfrentar. O bloqueio da liquidez dos haveres financeiros no Brasil de 1990 perseguia dois objetivos básicos: garantir que a queda abrupta da inflação não seria acompanhada (e inviabilizada) pela remonetização rápida e desordenada que vinha sendo apontada como um dos determinantes do fracasso dos programas de estabilização anteriores; e, secundariamente, alcançar um alívio fiscal imediato, pela redução dos encargos financeiros imputados ao Tesouro pelos altos juros reais que vinham sendo praticados para impedir a fuga dos aplicadores para ativos reais e de risco. Como o segundo objetivo decorria do risco de remonetização que o primeiro queria prevenir, esta era de fato o problema central.

Pretende-se demonstrar que o bloqueio da liquidez é incapaz de controlar e ordenar a remonetização, como desejado, e isto por motivos ligados à sua própria natureza, às suas características próprias. Os equívocos de gerenciamento e condução do programa contribuíram para agravar as dificuldades, mas de modo algum evitariam os problemas que levaram ao fracasso.

Além de não ter sido capaz de controlar a remonetização, o Plano Collor também não conseguiu remover as pesadas restrições que vinham inviabilizando as tentativas de estabilização, especialmente o forte constrangimento cambial. A estratégia de bloqueio da liquidez não era capaz de, por seus próprios efeitos, superar ou reduzir as restrições que justificariam a adoção de medidas tão drásticas.

Esta incapacidade ficou evidente durante a segunda fase do programa, de maio a setembro, quando se procurou derrotar a inflação através de políticas convencionais. Argumentava-se que o bloqueio da liquidez, embora tendo perdido o enfrentamento inicial, removera os obstáculos que impediam o exercício eficaz da política monetária. A experiência dos quatro meses "ortodoxos" frustrou esta expectativa.

A exposição do trabalho divide-se em quatro partes, sendo a última dedicada às conclusões.

O primeiro capítulo situa o Plano Collor no conjunto de programas que recorreram ao bloqueio da liquidez, expõe suas linhas mestras e o diagnóstico que o orientava, além de identificar as raízes do bloqueio da liquidez no debate econômico brasileiro dos anos anteriores.

No segundo capítulo se encontra a demonstração da tese. Pela análise dos principais indicadores de liquidez e do nível de atividade econômica, identifica-se a ocorrência do descontrole da liquidez ainda nas primeiras semanas, antes da entrada em cena das liberações por meios excepcionais (as chamadas "torneirinhas"). Em seguida, identificam-se e discutem-se os principais fatores de remonetização e de aumento da liquidez, através dos dados divulgados pelo Banco Central do Brasil (BCB). Verifica-se desta forma que o papel decisivo coube ao descontrole do sistema bancário nas primeiras semanas do programa, bem como à permissão para o uso da moeda retida para liquidar alguns tipos de transações. Porém, se não houvesse esta permissão nem tivesse ocorrido o financiamento do BCB aos bancos devido ao descontrole, a economia teria mergulhado em uma recessão insustentável. Neste caso, a remonetização teria ocorrido de forma voluntária pelo BCB, anulando o objetivo central do programa.

O terceiro capítulo discute os efeitos do bloqueio sobre algumas questões básicas para a estabilização. Além da adaptação das grandes empresas à redução de suas disponibilidades líquidas, avaliam-se os efeitos positivos do Plano Collor na área fiscal e sua incapacidade de afastar ou reduzir os constrangimentos cambiais.

A política de rendas do Plano Collor e seus efeitos sobre emprego e salários praticamente não foram tratados, pela concentração da tese nos problemas monetários e cambiais. As medidas de desindexação também

receberam pouca atenção, a não ser quando afetaram diretamente os problemas monetários.

Não se apresentam conclusões a cada capítulo, nem em suas seções. Uma pequena apresentação na abertura de cada capítulo antecipa o que será exposto e as principais conclusões daquela parte do trabalho.

Capítulo 1

A ESTRATÉGIA DE BLOQUEIO DA LIQUIDEZ NO BRASIL DE 1989-1990

O primeiro capítulo pretende caracterizar o bloqueio da liquidez em março de 1990 e estabelecer os critérios para avaliar os resultados a que conduziu. Para isto, é preciso identificar o diagnóstico de que partia e os objetivos almejados, além de situá-lo entre outros planos de estabilização, em especial os que incluíram bloqueio de liquidez.

Como os autores do plano não explicitaram os objetivos das medidas, torna-se importante identificá-los para que se possam definir critérios de avaliação do seu desempenho. Assim, o sucesso do bloqueio da liquidez deve ser aferido pela sua capacidade de impedir que a remonetização ocorresse de forma rápida e desordenada (ou seja, antes que as expectativas tivessem se revertido em favor da estabilidade e antes de terem se modificado os posicionamentos das empresas e rentistas que caracterizavam e sustentavam o regime de inflação alta e persistente dos anos anteriores).

O plano pretendia impedir a criação de liquidez instantânea e automática que podia ser feita unilateralmente pelos detentores da moeda indexada, haveres financeiros não-monetários de alta liquidez. O diagnóstico do plano não era de que estes fossem iguais a M_1 , como argumenta Pastore (1991), mas sim de que eles podiam ser transformados em M_1 de imediato e inteiramente à revelia do BCB. Assim, a meta era controlar o fluxo de M_1 , dotando o BCB de capacidade para decidir sobre a emissão da moeda nova. Era este o sentido de se preverem leilões de conversão, instrumento a ser utilizado caso a liquidez viesse a se estreitar em demasia.

Um componente importante desta caracterização é situar o plano Collor no conjunto de programas de estabilização, em especial os que envolveram medidas de bloqueio da liquidez ou confisco de haveres financeiros. Embora o Plano Collor não tenha se orientado por estes programas, o exame de suas dificuldades e características contribui para a análise do programa brasileiro de 1990.

O capítulo se divide em quatro seções. A primeira apresenta uma discussão sobre programas com bloqueio da liquidez em outros países em outros momentos. A segunda traça um quadro geral do Plano Collor e das circunstâncias em que foi concebido. A terceira discute o diagnóstico

que orientava o bloqueio da liquidez e a quarta e última esclarece as raízes do programa no debate econômico brasileiro dos anos anteriores.

1.1 BREVE HISTÓRICO DAS EXPERIÊNCIAS DE BLOQUEIO DA LIQUIDEZ

O Plano Collor integra o grupo dos programas de estabilização que cancelaram ou limitaram a liquidez de haveres monetários ou o direito dos detentores de haveres financeiros não-monetários de convertê-los em moeda de acordo com as formas contratuais estabelecidas, ou as duas coisas, restrições essas impostas por desvalorização nominal, repúdio, anulação, confisco ou bloqueio. A história registra grande número de ocorrências deste tipo, geralmente na sequência de guerras, graves crises políticas ou hiperinflações. A expressão bloqueio da liquidez é a mais precisa para caracterizar tais programas, pois enfatiza o traço específico que as distingue de outras políticas de estabilização: a suspensão do exercício da liquidez de ativos financeiros, parcial ou total, temporária ou definitiva.

Nas análises suscitadas pelos diversos programas desse tipo que se sucederam na Europa a partir de 1944, tornou-se comum designá-los como reformas monetárias. É uma expressão muito imprecisa. Tem sido empregada desde o século passado para designar iniciativas de política monetária e cambial as mais diversas, de "remonetização da prata a redução de taxas de juros ou de recolhimentos compulsórios dos bancos, passando por alterações de paridade cambial e introdução de controle de câmbio" (Ramalho, 1993b, p. 536). Observação semelhante aparece no conhecido texto de Gurley (1953, p. 77) sobre as reformas monetárias europeias de 1944 a 1952: "The expression 'monetary reform' has been used in the literature to describe a variety of monetary and banking programs. In this paper, however, it refers to those particular measures that reduced, or partially blocked for periods ranging from a few days to several years, the large liquid assets holdings of households and business". No Brasil chegou-se a designar como reforma monetária alguns casos de troca de denominação da moeda ou corte de zeros, associados ou não com mudanças em regras de indexação, como o Plano Cruzado de 1986.

Ramalho (1993b, p.536) propõe a expressão "confiscos monetários", sob o argumento de que esses programas representam de fato um confisco

de valores da população pelo Estado, mesmo quando incluem compromisso explícito de devolução ou liberação, "pois economicamente os legítimos donos são privados (inteiramente ou ao menos em grande extensão) do domínio e do usufruto de seus fundos". Para a análise e a caracterização de um programa específico, porém, não é irrelevante que inclua ou não o propósito de confiscar valores e repudiar obrigações. No Plano Collor, por exemplo, a preocupação de afastar a imagem de confisco contribuiu para definir alguns aspectos essenciais do programa. Por outro lado, embora quase sempre haja desvalorização nominal dos haveres atingidos pelo bloqueio (por meio de regras discricionárias para a liberação de saldos retidos ou para a conversão ao novo padrão monetário), houve casos em que o bloqueio limitou-se à retenção temporária de alguns depósitos ou à exigência de troca ou carimbo de determinadas cédulas, sem alteração de valor nominal. Estes casos reforçam o caráter mais amplo da expressão bloqueio da liquidez.

Embora programas com bloqueio da liquidez possam incluir medidas destinadas à desvalorização real de haveres financeiros, o conceito de bloqueio da liquidez exclui os casos em que as medidas se limitam a este objetivo. Não sendo assim, o conceito se tornaria impreciso e de pouca utilidade, pois estaria abrigoando desde efeitos de variações de preços relativos com inflação muito baixa, até casos de inflação prolongada e muito alta, em que haveres monetários são muitas vezes desvalorizados em escala superior à de muitas iniciativas de bloqueio da liquidez. Em situações assim, vale lembrar, não há indexador eficaz o bastante para preservar rigorosamente o valor real dos títulos indexados, mesmo que a autoridade responsável esteja sinceramente empenhada em fazê-lo. Casos de subestimação intencional do indexador com o propósito deliberado de corroer o valor real de obrigações e contratos¹ também devem ser excluídos do conceito de bloqueio da liquidez, porque este designa especificamente os casos em que é suspenso ou limitado o acesso à liquidez, excluindo aqueles em que há desvalorização real dos haveres sem alterações no direito dos seus titulares de utilizá-los livremente.

¹ Esta prática foi utilizada recorrentemente no Brasil na segunda metade dos anos setenta e nos primeiros anos da década seguinte (Zini, 1993, p. 318-328), antes portanto dos choques heterodoxos. Como seria de se esperar, as autoridades não admitiram que as suas iniciativas tivessem qualquer objetivo de desvalorizar valores indexados.

O conceito de bloqueio da liquidez também se diferencia dos casos em que há apenas imposto de capital ou conversão forçada da dívida pública². Embora nas experiências concretas comumente se sobreponham medidas ligadas a estes dois propósitos, o bloqueio da liquidez tem a singularidade de estar voltado no essencial para objetivos de natureza monetária, embora quase sempre incluam também objetivos fiscais, quase sempre melhor atendidos pelo bloqueio do que os objetivos monetários.

O imposto de capital usualmente pretende gerar uma receita fiscal específica para financiar gastos públicos extraordinários (em casos de guerras e outras calamidades) ou objetivos políticos e sociais de grande relevância (caso do imposto de capital para custear a montagem do estado independente tchecoslovaco em 1919) e em geral se propõe a alcançar o conjunto da riqueza existente, incluindo ativos físicos e financeiros.³ Neste sentido é fácil distingui-lo do bloqueio da liquidez, embora na prática o bloqueio quase sempre inclua formas de imposto de capital, explícitas ou não.

A conversão compulsória de dívida pública mobiliária tende a ser uma forma de bloqueio, por implicar a suspensão do direito à liquidez dos papéis que estão sendo objeto das medidas ou de ativos financeiros com que estes papéis públicos são financiados pelos bancos. Em casos assim, deve-se ainda buscar esclarecer se as medidas se orientam por objetivos predominantemente fiscais ou monetários. O elemento distintivo da conversão forçada é a ênfase fiscal, o que deveria levar à concentração das medidas nos títulos da dívida pública. Porém, caso estes títulos sejam o lastro principal de depósitos bancários e de outras aplicações financeiras, esta linha divisória perde nitidez. No caso do Plano Bonex argentino o objetivo fiscal predominava, mas a forma concreta que o bloqueio assumiu foi determinada pela necessidade de impedir uma corrida contra o sistema bancário, ou seu colapso por falta de fundos.

² A conversão voluntária da dívida pública era prática comum até os primeiros anos do século XX, na forma de uma iniciativa do governo devedor de resgatar antecipadamente seus títulos (cláusula contratualmente prevista) e substituí-los simultaneamente por outros, em condições mais vantajosas para si mas que deveriam também parecer vantajosas para os credores, por respeitarem as expectativas prevalecentes no momento (De Cecco, 1990, p. 263-4). A conversão forçada ou compulsória, ao contrário, é entendida como uma iniciativa unilateral do credor, impondo alterações contratuais nos títulos, à revelia de seus detentores.

³ Ver a respeito o estudo de Eichengreen (1990).

Assim, é possível afirmar que a maior parte dos casos de bloqueio da liquidez contém elementos de imposto de capital, ou é também imposto de capital (pelo repúdio ou desvalorização de títulos públicos ou pela queda da remuneração permitida pelo bloqueio), e em geral estão presentes elementos de conversão forçada da dívida pública.

Embora se mostre incapaz de estabelecer diferenciações claras ou regras universais, o esforço de caracterizar os diferentes objetivos que podem estar presentes nos bloqueios da liquidez é indispensável para a análise das experiências concretas. Cada uma delas só pode ser compreendida mais profundamente pela identificação dos seus objetivos básicos, muitas vezes difíceis de identificar à primeira vista. Geralmente cada bloqueio inclui vários objetivos, e é bastante comum que o controle da inflação não seja o principal dentre eles.

Apesar de relativamente numerosas, as experiências de bloqueio da liquidez são pouco conhecidas. A reflexão sobre elas ficou concentrada nos anos imediatamente posteriores à Segunda Guerra Mundial, quando um grande número de bloqueios teve lugar na Europa e na Ásia. Uma exceção é o programa alemão de 1948, que mereceu alguma atenção no Brasil às vésperas do Plano Collor. Nos demais casos, como no Japão de 1946, há apenas referências em textos que abordam o conjunto de temas monetários e financeiros daquele país num período mais longo. O mesmo pode ser dito do Plano Bonex argentino e também do Plano Collor.

O pouco interesse pelo estudo dos bloqueios da liquidez pode ser atribuído a vários motivos. A grande maioria das experiências ocorreu há bastante tempo, o que reforça a imagem de acontecimentos eventuais, acidentes típicos de épocas de desequilíbrios que não irão se repetir. O Plano Bonex argentino, embora recente, ficou ofuscado pelo sucesso do Plano Cavallo, adotado um ano depois, embora muitos autores insistam em relacionar o sucesso da conversibilidade à forte redução da dívida pública promovida pelo Bonex.

Também contribui para o esquecimento o mal-estar provocado pela simples lembrança de medidas de retenção ou cancelamento de haveres financeiros, com toda a carga emocional associada aos problemas acarretados aos cidadãos e às empresas, acentuada no Brasil pelo término precoce do governo Collor com um *impeachment*.

Acrescente-se que a maior parte dos bloqueios da liquidez teve resultados antiinflacionários modestos, inferiores ao que se poderia supor. Em geral não conseguiram estabilizar os preços, obtendo apenas uma redução do ritmo da inflação, nem sempre significativa, até que outro programa, meses ou anos depois, alcançasse por fim a estabilização. Na maior parte dos casos, o bloqueio da liquidez foi bem mais eficiente para outros fins: consolidação da dívida pública em melhores condições de custo e prazo, aumento da demanda pela moeda nacional e reorganização do meio circulante, *capital levy* (nem sempre atingindo outros ativos além dos financeiros), recuperação (por vezes muito vigorosa) da atividade produtiva, incentivo ao trabalho, controle de mercados ilegais, da fuga de capitais e da evasão fiscal.

A história dos bloqueios da liquidez mostra duas ondas em nosso século (Ramalho, 1993b, p. 535), localizadas no período seguinte às duas grandes guerras mundiais. Teria havido na história muitos outros casos de bloqueio, repúdio e desvalorização compulsória de dinheiro e de títulos, mas as referências não permitem saber se foram bloqueios de liquidez ou outros tipos de medidas monetárias.⁴ Os dois episódios latino-americanos do final dos anos oitenta, na Argentina e no Brasil, aparecem como casos isolados.

No primeiro pós-guerra, o bloqueio de liquidez esteve ligado aos problemas decorrentes da dissolução de grandes Estados multinacionais, em especial o Império Austro-Húngaro. Os novos países defrontavam-se com variadas dificuldades econômicas, dentre elas a falta de controle sobre o meio circulante, formado basicamente por coroa austríaca, aceitas até então nas várias regiões do império agora independentes. Dos primeiros meses de 1919 até o início de 1920, os novos Estados exigiram que as cédulas fossem carimbadas ou seladas (em alguns casos, por mais de uma vez), de forma a limitar e controlar a oferta de moeda dotada de curso legal em cada país (Ramalho, 1993b, p. 539-541).

Em alguns casos, a troca de cédulas foi acompanhada por típicas medidas de bloqueio. O episódio mais conhecido é o da Tchecoslováquia,

⁴ Klopstock (1946, p.578-579) afirma que, para a compreensão dos programas em curso na Europa entre 1944-1946, a história das reformas monetárias oferece poucos precedentes, ou mesmo nenhum.

em fevereiro de 1919.³ Através de lei aprovada em sessões secretas, a Assembléia Nacional determinou que, na entrega para selagem, seria devolvida apenas metade do valor das cédulas, ficando retida a outra metade, rendendo 1% ao ano, sob promessa de futura devolução e de poder ser utilizada no pagamento de um futuro imposto de capital. Foi também bloqueada a metade das contas correntes e dos títulos do antigo Tesouro Austro-Húngaro no país. Para aumentar a eficácia da medida foi suspenso totalmente o deslocamento de pessoas e objetos nas fronteiras da Tchecoslováquia, inclusive o correio, de 26/2 a 9/3 de 1919.

Os resultados não corresponderam ao desejado. Além dos problemas com a falsificação dos selos, a crise de liquidez obrigou o governo a devolver boa parte do dinheiro bloqueado (Ramalho, 1993b, p. 540) e a moeda continuou se depreciando.⁴ A quantidade de coroas tchecas subiu rapidamente até meados de 1920 e o câmbio depreciou-se continuamente, caindo de 6,135 centavos de dólar por coroa em fevereiro de 1919 para 0,975 centavo de dólar em fevereiro de 1920 (Sargent, 1982, p.85-89).

A segunda onda começou nos anos finais da Segunda Guerra Mundial, com bloqueios da liquidez na Tunísia e na Córsega, em 1943, e na Bélgica, em outubro de 1944, sendo este o primeiro caso a alcançar repercussão significativa. No total teriam sido 24 episódios europeus, em alguns casos mais de um por país, além de dois eventos asiáticos conhecidos, no Japão em 1946 e na China em 1948. Apesar de sua grande diversidade, algumas características comuns à maior parte destes programas permitem distingui-los dos bloqueios do pós-guerra anterior, das estabilizações dos anos vinte e também das "hiperestabilizações" que domaram as graves hiperinflações do segundo pós-guerra, na Hungria, na China e em Taiwan (Llach, 1990).

A principal peculiaridade dos bloqueios do segundo pós-guerra, então designados como reformas monetárias, era o fato de enfrentarem um quadro de inflação reprimida. Em alguns países, este quadro

³ Ramalho (1993b, p. 541) cita ainda medidas de bloqueio na Austria, Polônia, Hungria e Grécia, algumas das quais logo suspensas e outras repetidas mais de uma vez, sempre sem sucesso no controle da inflação.

⁴ Embora aponte a Tchecoslováquia como o grande destaque na estabilização monetária naquele momento, ressaltando que ali se aplicou "immediately after the war (...) the conservative fiscal and monetary policies its neighbors adopted only after their currencies had depreciate radically", Sargent (1982, p. 85-89) não faz mais que uma referência muito ligeira ao bloqueio: "As part of the stamping process, the government retained part of the notes in the form of a forced loan". Sua atenção se concentra nos efeitos da lei que fixou limites para a emissão de moeda e para o financiamento monetário do governo, aprovada em abril daquele mesmo ano.

decorria da combinação entre um rigoroso controle de preços durante o conflito, ou desde anos antes, com um aumento vertiginoso da oferta de moeda, sobrepondo-se às vezes moedas de diferentes emissões (do ocupante alemão, de governos títeres e do governo anterior à guerra). Em casos mais dramáticos, tratava-se mesmo de hiperinflação reprimida: os preços permaneciam estáveis nos mercados legais, mas a moeda perdera quase inteiramente o seu valor, subsistindo apenas como meio de conta para registros legais.

O largo desenvolvimento do escambo e o uso generalizado de moeda estrangeira e de outras moedas substitutas caracterizou a Alemanha nos anos da ocupação, a partir de 1945. Durante a guerra a renda nacional caíra cerca de 75%, mas o papel-moeda em circulação e os depósitos bancários cresceram cinco ou seis vezes, com preços e salários congelados nos níveis de 1936 (Ramalho, 1993a, p.279; Dall'Acqua, 1990, p. 142-144). O excesso de moeda era muito concreto e justificava o temor de uma explosão inflacionária para ajustar a disparidade entre preços e saldos monetários, pois os valores nominais tinham perdido quase inteiramente seus vínculos com a realidade.

Por isto mesmo, os programas deste período foram designados como profiláticos, como medidas preventivas contra o risco de violentos surtos inflacionários que consumissem os saldos monetários excedentes, embora na maior parte deles a inflação continuasse bastante baixa (Klopstock, 1946, p. 579).

A percepção que se tinha do problema na época aparece no debate ocorrido no Japão por volta de 1948. Dois anos antes, em fevereiro de 1946, o bloqueio da liquidez teve seus efeitos rapidamente revertidos pelo descontrole da emissão de moeda nos meses seguintes, devido a fortes pressões fiscais, seguindo-se nova aceleração inflacionária. Com o programa alemão de 1948, cresceu a apreensão quanto ao risco de novo bloqueio, alternativa muito criticada sob o argumento de que a inflação do pós-guerra já consumira o excesso de moeda. Referindo-se à situação da Alemanha para sustentar a inconveniência de programa semelhante no Japão de 1948, escreveu Miyata (1953, p.28): "Moreover this excess and maldistribution of purchasing power encouraged the rise of black market prices, and made it difficult for people to maintain their living by the legitimate route of supply under official

prices. The function of currency was lost and the barter system in black markets did harm the production itself. While the currency was excessive, the government tried to maintain the official price of staple commodities and the rate of foreign exchange to pre-war level by strict control. Only under such objective circumstances, that official prices and the official rate of exchange were kept unchanged in spite of the increase of currency and the rise of black market prices, it was possible to put into practice successfully the device of reducing the face value of currency". Torres (1983, p.34) argumenta na mesma linha: "O caso japonês era muito diferente. A massa monetária havia se expandido 129 vezes entre o início da guerra e o final de 1948, enquanto o nível de preços crescera 139 vezes. Numa situação como esta, uma reforma monetária do tipo da implementada na Alemanha, ao invés de corrigir desequilíbrios, teria criado outros piores, como a deflação e o desemprego".

A maioria dos programas com bloqueio da liquidez na Europa desse período teve por objetivo "to dampen without delay the inflationary pressures on prices and wages which appeared in force throughout Europe during the early years of the post-war period. It was generally expected that the reduction or partial blocking of liquid assets would achieve this end by reducing aggregate demand for goods and services, increasing incentives toward work, and decreasing the hoarding of goods" (Gurley, 1953, p. 88).

Além de conter a demanda, esses programas estavam voltados para um problema específico do pós-guerra na Europa: expandir a oferta de bens e serviços, aumentando os incentivos ao trabalho e reduzindo a retenção de produtos. O enorme aumento dos saldos monetários com poder de compra muito baixo tinha reduzido o incentivo ao trabalho a níveis ínfimos. De pouco servia receber um pouco mais de dinheiro sem poder de compra. Era mais rentável dispor de próprio tempo para sair à cata de "oportunidades" de gastar os saldos já disponíveis em troca de bens que não se encontravam nos mercados "legais". A oferta nestes mercados era a mínima possível. Produtores e comerciantes preferiam esconder as mercadorias e só vendê-las em troca de dólares ou outros bens, mesmo que fosse preciso esperar algum tempo. Com a generalização dos programas com bloqueio da liquidez em outros países e a expectativa de

algo semelhante a qualquer momento, caía ainda mais o incentivo à venda de produtos e ao trabalho em troca da moeda de curso legal.

Em alguns casos do pós-guerra europeu, o bloqueio da liquidez não estava direcionado para objetivos antiinflacionários. O que se buscava de fato era identificar os ativos acumulados nos anos anteriores, para punir atividades criminosas e de colaboração com os países inimigos e preparar um *capital levy* abrangente. Em outros, o bloqueio pretendia obrigar os detentores de grandes saldos monetários a apresentá-los e justificar sua posse, ou apenas evitar a repatriação de cédulas ou títulos que haviam sido mandados para fora do país em algum momento anterior. Em alguns países, somava-se ainda o peso de grandes dívidas acumuladas pelo governo nacional ou por governos títeres e que se pretendia cancelar ou repudiar.

A enumeração desses objetivos variados demonstra que os programas europeus daquele momento enfrentavam problemas específicos, ligados às peculiaridades da Segunda Guerra Mundial, como a ocupação prolongada de vários países, a constituição de governos títeres por longos anos, a rendição incondicional e a ocupação das potências vencidas por um longo período. Assim, apesar das muitas particularidades que os vários programas apresentam, pode-se falar de uma natureza comum a eles, que os diferencia dos bloqueios dos anos 20 e também das estabilizações sem bloqueio ocorridas em outros momentos.

Os programas com bloqueio da liquidez nesse período tiveram muito sucesso no enfrentamento dos problemas característicos do momento, mas produziram resultados modestos ou desprezíveis em termos de combate à inflação e estabilização monetária propriamente dita. As dificuldades no combate à inflação foram agravadas, em alguns casos, por problemas que não podiam ser equacionados pelo bloqueio da liquidez, como a fragilidade fiscal do governo numa situação de fortes demandas da sociedade. Políticas voltadas para objetivos diferentes ou mesmo contraditórios com a estabilização imediata foram por vezes implementadas em paralelo ao bloqueio, como a expansão acelerada do crédito para estimular o soerguimento da economia ou para reduzir o descontentamento e as privações da população vitimada pela guerra. Foi freqüente a liberação muito ampla e rápida dos fundos retidos.

Embora o bloqueio da liquidez tenha se mostrado pouco eficaz para alcançar a estabilização naquelas circunstâncias, argumenta-se que, em boa parte dos casos, as medidas de retenção dos haveres financeiros foram uma pré-condição indispensável para a aplicação posterior das políticas convencionais, especialmente nos casos em que se haviam deteriorado acentuadamente o incentivo ao trabalho e o funcionamento dos mercados (Gurley, 1953, p. 99-100).

O caso de maior destaque, a Alemanha de 1948, deve grande parte de seu sucesso à recuperação imediata dos incentivos ao trabalho e à venda legal de mercadorias, com o que a produção e o comércio se recuperaram de forma rápida e vigorosa. Na prática, houve de fato um expressivo programa de aumento da demanda por moeda e de expansão da atividade produtiva. Já nos meses seguintes a emissão de moeda ameaçava escapar ao controle e se constata a presença de fortes pressões inflacionárias.⁷

A comparação com os bloqueios da liquidez nos dois pós-guerras ressalta as peculiaridades das experiências latino-americanas do final dos anos oitenta, o Plano Bonex argentino e o Plano Collor brasileiro, separadas por um intervalo de apenas dois meses e meio.

O chamado Plano Bonex⁸, anunciado em 28/12/1989, determinou que todos os depósitos a prazo fixo, títulos da dívida pública interna e depósitos obrigatórios de instituições financeiras no Banco Central argentino fossem convertidos compulsoriamente, em 1/1/1990, em Bonos Externos (Bonex), títulos da dívida pública argentina com dez anos de prazo e rendimento atrelado à *libor*. A conversão seria ao par, na taxa de 1.830 austrais por dólar, inferior à cotação do mercado paralelo no momento, da ordem de 1.950 a 2.000 austrais por dólar. Juros devidos a

⁷ Sessenta dias depois da troca de moeda os preços estavam subindo a taxas de 10% ao mês (não havia índices de preços precisos). Formou-se um consenso de que a oferta monetária estava crescendo com excessiva rapidez, principalmente pela rápida e vigorosa expansão do crédito bancário. As autoridades demoraram a reagir, possivelmente pelo interesse de favorecer a recuperação das indústrias de base, especialmente deprimidas pela impossibilidade de burlar os controles de preços na fase anterior. Apenas quatro meses depois da reforma passou-se a uma política monetária restritiva, que conseguiu controlar a inflação e sustentar a recuperação econômica. Ver a respeito: Emmer, 1955, p.55-58; Gurley, 1953, p.92-93; Klopstock, 1949, p.286; Lutz, 1949, p. 129-134).

⁸ Mantém-se aqui a palavra "plano" para designar o Bonex, apesar de ser discutível sua adequação a este caso, pois não havia um "plano" preparado com antecedência, embora já tivessem sido tomadas medidas de reprogramação de vencimentos e outras restrições à liquidez dos títulos públicos nos meses anteriores, como se verá adiante. Junto com o bloqueio foram anunciadas também algumas medidas de natureza fiscal, quase todas voltadas para controle dos gastos, insuficientes para caracterizar um efetivo "programa" de estabilização.

partir de 28/12 não seriam considerados. Titulares de depósitos a prazo poderiam retirar até 1 milhão de austrais, pouco mais de US\$ 540 dólares pelo câmbio de 1.950 austrais, ou US\$ 740 pelo câmbio paralelo do começo de janeiro (1.350 austrais). Foram permitidos saques para pagamento de salários e obrigações previdenciárias. Moeda manual e depósitos à vista e de poupança nada sofreram e foram suspensos temporariamente os depósitos a prazo nos bancos.

Embora não haja documentos oficiais apresentando o Plano Bonex, é certo que a conversão forçada dos haveres financeiros na Argentina do final de 1989 tinha objetivos prioritariamente fiscais. Segundo um documento do Ministério da Economia (República Argentina, s/d, p.14-15), a conversão pretendia "evitar la repetición de un proceso altamente costoso", erradicando "la refinanciación del déficit cuasifiscal a muy corto plazo y a tasas de interés reales fuertemente positivas, sobrevaluadas por las negativas expectativas de los mercados", além de "atender simultáneamente la mayor demanda de activos en divisas del setor privado". Para justificar a conversão forçada, acrescenta: "Ante la alternativa de pagar con hiperinflación o refinanciar con estabilidad, el Estado opta por la política de estabilidad monetaria que mejor preserva los intereses generales".

O programa teve que assumir, contudo, a forma de bloqueio da liquidez de boa parte dos haveres financeiros, pois a maior parte dos títulos da dívida pública estava em poder dos bancos e era financiada junto ao público pela emissão de depósitos a prazo. "Para neutralizar la corrida contra los bancos y evitar el quiebre del sistema financiero, conjuntamente con la necesidad de disminuir el peso de la deuda interna, en enero el nuevo equipo procedió a apropiarse de los depósitos a plazo fijo del sistema financiero - de los particulares y de entidades financieras en el Banco Central -. Esos depósitos debían ser restituidos por títulos públicos de la deuda externa. Este plan conocido como 'Plan Bonex' posibilitó una reducción sustantiva del déficit cuasifiscal" (Durán e Collar, 1995, p. 20).

A conversão foi decidida em meio aos tumultos do segundo surto hiperinflacionário argentino, deflagrado pelo "choque" de 10/12/1989, com a desvalorização cambial de 53% e o anúncio de que os vencimentos de títulos do Tesouro seriam reprogramados para dois anos, além de um

"tarifação" de 60% a 70%. O dólar paralelo saltou de imediato 40% sobre a nova cotação oficial e a inflação semanal atingiu 20% a 25%. Alguns dias depois, em 18/12, o novo ministro da Economia suspendeu todos os controles de preços, anunciou a livre flutuação do câmbio e declarou enfaticamente que seriam respeitados os haveres financeiros em austrais, podendo-se inclusive, caso a situação fiscal permitisse, adiantar o pagamento dos títulos reprogramados na semana anterior.

O novo pacote derrubou o dólar paralelo só por alguns dias e a inflação não caiu. Os juros dispararam, agravando o problema da dívida interna. Espalhou-se que o governo estudava a livre conversibilidade com fixação do câmbio, o que demandaria forte desvalorização cambial para ajustar a base monetária ao volume de reservas do BC. A ameaça de uma abrupta corrida bancária crescia com estas conjecturas, levando o público a procurar desfazer-se dos haveres financeiros em austrais. Os bancos não conseguiam renovar os depósitos a prazo, mesmo com a oferta de juros muito altos, acima de 100% ao mês. Em 26/12 o dólar subiu 30% num só dia (Heymann, 1990, p. 22).

Embora não houvesse uma corrida bancária na forma de saques em massa, a crescente dificuldade para a renovação dos depósitos a prazo implicaria de fato, e rapidamente, o repúdio da maior parte da dívida pública e sua monetização. Os bancos só podiam resgatar os depósitos a prazo resgatando seus depósitos compulsórios no BC e liquidando suas posições em títulos do Tesouro, rubricas que absorviam a maior parte dos seus ativos." A decisão de bloquear os depósitos decorreu da crescente desconfiança de que a ameaça iria se concretizar nos últimos dias do ano e foi adotada sob pressão dos acontecimentos.

Os sucessivos episódios de desconfiança vinham se caracterizando cada vez mais por um desejo não apenas de fugir da moeda nacional, mas de colocar a riqueza fora do alcance do BC, ou seja, fora do sistema bancário doméstico. O resultado óbvio era o encurtamento do prazo das aplicações financeiras e a busca de maior facilidade para reorientar os portfólios com rapidez, assim que surgiam sinais de risco. Essa tendência foi acentuada com as tentativas de reprogramar ou converter

* Em 28/12 havia cerca de US\$ 3,5 bilhões em depósitos a prazo, dos quais 54% recolhidos ao BC, 15,6% aplicados em títulos públicos e 30,4% em empréstimos, segundo Canavese (1992, p. 16).

voluntariamente a dívida pública,¹⁰ ainda antes do pacote de 10/12/1989 que tanto contribuiu para detonar o segundo surto hiperinflacionário.

Havia consciência crescente de que o endividamento público se tornara insustentável, inclusive pelos efeitos cada vez mais perversos da instabilidade macroeconômica. Os picos de alta da inflação geravam efeito reducionista cada vez menor sobre o estoque de dívida, dado o volume crescente de títulos vinculados ao dólar. Os momentos de queda da inflação, ao contrário, faziam a dívida crescer bastante. O BC era levado a ampliar a venda de títulos e o requerimento de reservas dos bancos, pois era preciso frear os efeitos da rápida monetização provocada pela volta de recursos atraídos pelos juros elevados e pelas expectativas de alguma estabilidade do câmbio a curto prazo.

A origem do problema residia no agravamento da crise fiscal e nas implicações da crise cambial do começo dos oitenta. Com a dificuldade crescente para se financiar por emissão monetária ou venda de títulos longos, o governo passou a ampliar os recolhimentos compulsórios sobre reservas e depósitos dos bancos. Os bancos tomavam depósitos a prazo, em geral de sete dias, mas ia quase tudo para o BC, como recolhimentos obrigatórios, pelos quais o BC pagava aos bancos uma remuneração vinculada aos juros de mercado.¹¹ Os juros altos, utilizados como instrumento de política monetária, aumentavam a dívida pública de forma insustentável. Entre o Plano Bunge y Born, que encerrou o primeiro surto hiperinflacionário, e o final de 1989, a dívida pública saltou de US\$ 2 bilhões para US\$ 7 bilhões (Llach, 1990, p. 36).

O bloqueio provocou importante redução dos haveres financeiros. Em janeiro o M₂ teve queda real de 60%, mas no M₁ a redução real foi de apenas 15%, devido ao saque dos austrais liberados e que até então estavam em depósitos a prazo. O dólar paralelo recuou 30% no começo de janeiro, depois de ter subido quase 100% a partir de 10/12. A inflação desacelerou bruscamente, com a taxa de crescimento semanal dos preços ao consumidor despencando de 25% para quase zero no final do mês.

Há poucas informações sobre os fatores que influenciaram a evolução da oferta monetária após a conversão. Segundo Murphy (1991,

¹⁰ Ver, por exemplo, Murphy (1991, p. 70).

¹¹ A este respeito, ver: Arce (1993, p. 87); Canavese (1992, p. 12-13).

p. 72), houve grande liberação de depósitos das empresas para pagamento de salários e impostos e ficaram "dentro do refinanciamento forçado principalmente os médios e pequenos poupadores". E acrescenta que os grandes depositantes tinham parcela expressiva de seus recursos fora do sistema bancário doméstico, embora muitos deles, confiando que uma possível conversão forçada não seria tão ampla, continuavam carregando títulos e bônus de dívida pública em austrais. Um documento oficial (República Argentina, 1993, p. 15) refere-se a fatores de expansão monetária durante 1990, mas sem esclarecer sua distribuição ao longo do ano: compra de US\$ 4,2 bilhões de divisas, financiamento do BC ao Tesouro, redesconto a bancos estatais, desequilíbrios fiscais em organismos descentralizados e empresas.

O surto hiperinflacionário retomou força no começo de fevereiro (a variação semanal dos preços ao consumidor superou 35%). Confiando que os fundamentos do processo inflacionário haviam se alterado de forma muito substantiva, o governo promoveu novo "tarifaço", de 97%.¹² Apenas em março a hiperinflação foi de fato contida, por meio de uma forte pressão do BC para o enquadramento dos bancos às exigências de recolhimentos já estabelecidas, o que os levou a liquidar divisas em grandes volumes, gerando um excesso de oferta no mercado cambial.¹³ A inflação permaneceu na faixa de 10% a 15% ao mês até o final de 1990.

O Plano Bonex não conseguiu controlar a inflação e não impediu a ocorrência de um novo surto hiperinflacionário quando as autoridades

¹² "La reacceleración del dólar y de los precios a partir de la primera semana de febrero parece haber sido detonada por el 'tarifaço' de 97% anunciado a principios de este mes. Tal medida fue adoptada esperando que no tuviera impacto inflacionario. Estas expectativas se fundaron en dos ideas: i) que los determinantes del tipo de cambio flotante se encontraban en el mercado monetario y que, en consecuencia, el shock de tarifas públicas debía actuar positivamente sobre sus 'fundamentals' (incluyendo las expectativas de los operadores); ii) que el grado de dolarización de los precios era tan alto que las decisiones de precios resultaban poco sensibles a otros señales. Una de las dos hipótesis (probablemente ambas) resultó sin dudas gruesamente errada" (Damill e Frenkel, 1991, p. 49-50).

¹³ As medidas de março de 1990 são descritas assim por Damill e Frenkel (1991, p. 39-40): "El gobierno respondió a la suba del tipo de cambio y de los precios con una fuerte restricción monetaria, exigiendo a los bancos, que perdían depósitos, la cancelación de redescuentos por iliquidez concedidos en los meses previos, y fijando límites estrechos para el endeudamiento de las entidades financieras con el Banco Central. Se produjo entonces un hecho significativo y novedoso (particularmente en ausencia de un plan de estabilización consistente): presionados por el gobierno para encuadrar sus cuentas dentro de las regulaciones establecidas por la autoridad monetaria, los bancos liquidaron divisas (o forzarán a su vez a sus clientes a cancelar créditos) y se produjo, al inicio de marzo, un exceso de oferta en el mercado cambiario. Si hasta aquí, a lo largo de sucesivos episodios, la política monetaria se había revelado ineficaz para incidir sobre el curso del tipo de cambio - libre o paralelo, según el momento -, en este caso, operando sobre los bancos al borde de la quiebra, forzados por las regulaciones institucionales a 'demandar dinero', la acción del Banco Central contribuyó a contener la burbuja cambiaria".

tentaram operar a política econômica com maior liberdade. Não está claro em que medida a "estabilização" de março pode ser creditada a efeitos positivos do Plano Bonex. Ainda assim, em termos de estabilização da moeda, o que o bloqueio da liquidez conseguiu na Argentina de 1990 foi encerrar os surtos hiperinflacionários e restabelecer um quadro de inflação elevada, mas estável.

O principal efeito positivo do Plano Bonex apareceu nas finanças públicas, com a virtual eliminação dos problemas que a elevada liquidez e as precárias condições de financiamento da dívida interna colocavam para a condução da política econômica. "The monetary reform turned successfully all public debt into bonds and also rescheduled maturities and interest rates. Maturities were extended from only seven days to ten years and interest were reduced to the LIBO rate but all debt was now linked to the dollar. (...) From the point of view of the Treasury the payment of interests on public debt for the whole of 1990 was reduced in 4,8% of GDP" (Canavese, 1992, p. 16).

O alívio representado pela drástica redução dos gastos com juros é um dos motivos para se vincular o sucesso do Plano Cavallo, de 1991, aos efeitos do Plano Bonex. A conversibilidade teria sido bem mais difícil sem equilíbrio fiscal. "The monetary reform made through the Bonex plan put the economy at the border of a complet dollarization and made unavoidable to enter a convertibility scheme if the domestic money was to be saved but, the same reform, turned possible to equilibrate fiscal accounts by a sharp reduction in interests due on public debt in the very short run" (Canavese, 1992, p.19-20).

1.2 A GENESE DO PLANO COLLOR

O programa econômico anunciado em 16/3/1990, dia seguinte à posse de Fernando Collor de Mello na Presidência da República, tinha o nome oficial de Plano Brasil Novo, quase nunca utilizado, nem pelo governo. Plano Collor foi a denominação que prevaleceu, mas em geral designando apenas as medidas monetárias, o bloqueio das aplicações financeiras. Até hoje as referências ao Plano Collor usualmente não incluem o amplo leque de iniciativas em áreas muito diversas, como política de rendas, finanças públicas, reforma do Estado, política cambial, comércio

Quadro 1 Principais medidas do Plano Collor (Plano Brasil Novo)

1. Bloqueio da liquidez dos haveres financeiros (ver Quadro 2)

2. Política de rendas

- Congelamento de preços, por período indeterminado; não houve esforço do governo para impor o congelamento, suspenso progressivamente a partir do segundo mês do programa
- Salários de março (pagos em abril) corrigidos pela inflação de março, sem redutores
- Nova lei salarial (MP 154), prevendo reajustes mensais por um taxa de inflação esperada, ou negociação com empregador; salários dos servidores federais congelados por seis meses

3. Reforma administrativa

- Redução do número de ministérios para nove
- Fechamento de vários órgãos e eliminação de diversos procedimentos burocráticos
- Fixada meta de demissão de 400.000 funcionários; na prática, foram colocados em disponibilidade menos de 100.000 (a demissão era proibida pela Constituição de 1988)

4. Política fiscal

- Meta: superávit operacional de 2% do PIB em 1990 (as estimativas anteriores eram de déficit operacional de 8% do PIB no ano)
- Combate à sonegação: proibição de cheques ao portador em valores superiores ao equivalente a US\$ 100 e extinção das aplicações financeiras ao portador; eliminação de várias brechas na legislação tributária
- Imposto de capital: 8% de Imposto sobre Operações Financeiras - IOF sobre depósitos superiores ao valor equivalente a US\$ 9.000
- Anúncio de fiscalização do recolhimento de IR sobre atividade agrícola
- Correção dos impostos em atraso pela variação dos BTN fiscais
- Eliminação de isenções e subsídios
- Pequeno aumento das alíquotas de IR e de IPI

5. Privatizações

- Criado o Programa de Desestatização; só iria decolar de fato um ano depois (a primeira venda importante, a Usiminas, foi no final de 1991)
- Criados os Certificados de Privatização - CP, de subscrição obrigatória pelos bancos e fundos de pensão, com receita estimada em US\$ 5 bilhões (na prática, o valor foi muito menor em 1990)

6. Câmbio

- Suspensão o regime de taxa de câmbio fixada pelo BCB
- Criado o regime de câmbio flutuante: bancos autorizados a negociar o câmbio entre si e com seus clientes; BCB passou a acompanhar o mercado e intervir apenas quando julgasse conveniente
- Mantidos os instrumentos de controle da conta de capitais

7. Comércio exterior

- Liberalização das importações: anunciado o fim dos controles quantitativos e reduções de tarifas e de barreiras não-tarifárias, a vigorar em junho
-

Fontes: Banco Central do Brasil, *Gazeta Mercantil* (edição extra, 17/3/1990), Zini (1993), imprensa diária

exterior (Quadro 1).¹⁴ Embora tenham sido anunciadas junto com o bloqueio, estas medidas são em geral associadas ao governo Collor, e não especificamente ao plano de estabilização de março de 1990.

¹⁴ O conjunto das medidas anunciadas no dia 16/3 está na edição extra da *Gazeta Mercantil* de 17/3/1990 (n. 19.299). O livro *Plano Collor de Estabilização Econômica* (1990) apresenta os documentos legais do Plano Brasil Novo, inclusive as diversas Medidas Provisórias já transformadas em leis aprovadas pelo Congresso. Há um bom resumo do plano em Zini (1993, p. 308-316). A maior parte das publicações da época concentrou-se nas medidas monetárias, caso da coletânea organizada

Quadro 2 O bloqueio da liquidez no Plano Collor¹

A Medida Provisória 168 (Gazeta Mercantil, 1990, p.32; Revista de Economia Política, 1990, p.117-120), depois Lei 8024, de 12/4/1990, criou uma nova moeda, o cruzeiro, substituindo o cruzado novo (criado em janeiro de 1989 para substituir o cruzado, criado em março de 1986). Por comodidade, designa-se aqui o cruzado novo quase sempre apenas como cruzado.

Todos os haveres financeiros foram convertidos para cruzeiros ao par.

Do valor convertido, apenas uma parte estaria disponível de imediato para seu titular:

- papel-moeda, liberação total;
- depósitos à vista e cadernetas de poupança, liberação imediata de até Cr\$ 30 mil (pelo taxa de câmbio oficial de 13/3/1990, US\$ 1.300,00; pela taxa do câmbio paralelo, US\$ 610,00 em 13/3, US\$ 1.110,00 em 19/3 e US\$ 770,00 em 30/3);
- aplicações overnight e contas remuneradas, liberação imediata de Cr\$ 25.000,00 ou de 20% do total, valendo o maior;
- fundos e depósitos a prazo, 20% do total.

Todos os limites deveriam ser calculados por aplicador e por instituição financeira. Títulos e depósitos do ativo das instituições financeiras submetiam-se ao mesmo regime.

A conversão para cruzeiros deveria ser feita apenas no momento da efetiva liberação. Além do papel-moeda e dos depósitos à vista, a conversão imediata foi estendida à parcela inferior a NCz\$ 50.000,00 de todas as cadernetas de poupança. Nos depósitos a prazo, debêntures e cotas de fundos, a conversão para cruzeiros da parcela liberada deveria ser feita apenas no vencimento do título. Nos fundos, a conversão ficava condicionada à disponibilidade de liquidez em cruzeiros. As parcelas não-convertidas deveriam permanecer denominadas em cruzados novos até seu vencimento. Títulos com prazo superior a dezoito meses permaneceriam denominados integralmente em cruzados novos até o vencimento.

Os valores em cruzados novos bloqueados permaneceriam recolhidos no Banco Central do Brasil por dezoito meses, passando a ser liberados em doze parcelas mensais. Durante o bloqueio, receberiam juros de 6% ao ano mais correção monetária (variação dos Bônus do Tesouro Nacional, BTN), creditados diariamente.

Os cruzados novos bloqueados podiam ser usados até 18/5/1990 (sessenta dias) para pagamento de impostos, taxas, contribuições e obrigações previdenciárias. E por 180 dias podiam ser transferidos entre pessoas físicas e jurídicas, "para fins de liquidação de dívidas e operações financeiras comprovadamente contratadas antes de 13/3/1990", processo denominado de transferência de titularidade.

Recursos dos tesouros dos três níveis de governo ficaram livres do bloqueio, sendo convertidos integralmente e liberados, de imediato no caso de depósitos à vista e recursos em trânsito no sistema bancário, ou no vencimento, no caso de títulos. Para os três níveis de governo, recursos recebidos em cruzados novos até 18/5/1990, pelo pagamento de impostos, taxas e contribuições, seriam convertidos integralmente e liberados na data de vencimento da obrigação que lhes deu origem, ou de imediato, no caso de obrigações já vencidas.

Impôs-se a cobrança extraordinária de 8% de imposto sobre operações financeiras - IOF sobre haveres não-monetários e sobre a venda ou transmissão de ações e ouro, isentos os títulos e depósitos de instituições financeiras.

¹ Para maiores detalhes, ver o capítulo 2.

Fontes: Banco Central do Brasil, Gazeta Mercantil (edição extra, 17/3/1990, n. 19.299), imprensa diária.

A focalização quase exclusiva no bloqueio não era um equívoco. Ao contrário, desde seu início o programa de estabilização monetária, o que seria conhecido como o Plano Collor propriamente dito (Quadro 2), destacava-se com nitidez do conjunto do Plano Brasil Novo. O bloqueio era inusitado e dramático o suficiente para concentrar as atenções por um bom tempo. Além disso, as demais medidas de política econômica não

dependiam de se ter adotado um bloqueio da liquidez ou outra política de estabilização monetária diferente. Poderiam acompanhar programas gradualistas, por exemplo, ou programas baseados em congelamento de preços e desindexação.

Além disso, sendo o bloqueio de liquidez uma terapia de choque, embora sua consolidação dependesse do desempenho a médio prazo de uma série de variáveis macroeconômicas, seu sucesso estava vinculado ao que ocorresse na sua fase inicial, nos seus primeiros meses. As demais políticas do Plano Brasil Novo não podiam apresentar resultados com rapidez suficiente para propiciar apoio efetivo na fase crítica da política de estabilização. Poderiam afetar as expectativas, é verdade, mas o principal fator neste sentido continuaria sendo o desempenho do bloqueio e da política antiinflacionária, como de fato ocorreu. Seria diferente se iguais medidas fizessem parte de um programa gradualista, em que resultados iniciais modestos poderiam reforçar continuamente o esforço de estabilização.

Do ponto de vista metodológico, justifica-se pelo mesmo motivo a concentração da análise do Plano Collor no bloqueio da liquidez. A não ser quando afetem diretamente o desempenho das medidas monetárias, as demais iniciativas de política econômica podem ser deixadas de lado, sem prejuízo para a análise da estratégia de estabilização específica que foi levada à prática em março de 1990. O elemento central do Plano Collor, que o caracteriza de forma precisa e o distingue com nitidez de outros programas de estabilização, no Brasil e em outros países, é o bloqueio da liquidez dos haveres financeiros.

Embora fazendo parte da família de programas que recorreram a medidas dessa natureza, o Plano Collor não pode ser analisado a partir da experiência de seus antecessores. Como discutido na seção anterior, os casos de bloqueio da liquidez tiveram lugar em situações históricas muito diferenciadas e apresentaram ampla variedade de motivações e de objetivos. Além disso, os formuladores do Plano Collor não partiram de um modelo prévio de estabilização com bloqueio de haveres financeiros e o conhecimento das experiências anteriores era muito reduzido.¹⁵

¹⁵ As informações disponíveis sobre o amadurecimento da proposta de bloqueio dentro da equipe do novo governo dão conta de que o programa foi concebido e detalhado sem que se tivesse recorrido a modelos ou mesmo a exemplos anteriores como referência. Um dos membros da equipe assegura que até então não lera nada a respeito da reforma alemã de 1948. Para

Dentre os casos de bloqueio da liquidez, o Plano Collor apresenta peculiaridades notórias, a começar por ter ocorrido num quadro crônico de inflação elevada que ameaçava, de forma muito concreta, escapar ao controle das autoridades econômicas e transformar-se em hiperinflação aberta. Nos cinco anos anteriores contabilizava-se o malogro de três choques heterodoxos (1986, 1987 e 1989), de uma tentativa de política ortodoxa (1985) e de quase um ano de gradualismo (1988). Havia ainda o conhecido quadro de restrições externas, sem perspectivas de alívio significativo a curto ou médio prazo, e a prolongada crise financeira e fiscal do setor público.

Apesar de incluir uma intervenção contundente como o bloqueio das aplicações financeiras, o Plano Collor foi apresentado como parte de um processo mais amplo de desregulamentação, liberalização e abertura externa da economia. O congelamento de preços foi anunciado como uma medida inevitável, mas de curto prazo, como se verifica no discurso do próprio Fernando Collor ao anunciar o programa (*Gazeta Mercantil*, 17/3/90, p.2): "A violência da inflação e a quase destruição do sistema de preços já ameaçavam o funcionamento da economia, impondo pesadas perdas ao povo brasileiro. Numa circunstância como essa, o governo não pode se omitir. Por maior que seja a resistência à idéia de impor controles à economia, tornou-se indispensável a fixação de parâmetros rígidos para preços e salários. Buscamos, como resultado desse processo, evitar a perda de poder de compra dos salários diante da escalada dos preços. Desta forma, os salários de março estão corrigidos com base na inflação de fevereiro e os preços deverão retroagir e manter-se nos níveis praticados a 12 de março. Esta paralisação abrupta da espiral preços/salários deverá manter-se o tempo necessário para a normalização da economia, com os ajustamentos que se tornarem indispensáveis. A flexibilização definitiva deverá ocorrer a partir de 15 de abril, quando ingressarmos numa política de prefixação de preços e salários".

A prefixação supunha a manutenção de regras de indexação, outra peculiaridade do Plano Collor. Os salários de março seriam corrigidos pelas regras anteriores, incorporando integralmente a inflação de

outro, a leitura do texto de Gurley (1953), feita apenas vários meses depois, foi de grande interesse para a reflexão sobre o que tinha sido feito e as dificuldades que estavam sendo enfrentadas.

fevereiro. Em abril começaria a vigorar a prefixação da inflação, com um piso para salários e um teto para reajuste de preços, a ser anunciado em 15/4. Segundo as declarações iniciais de Eduardo Modiano (*idem*, p.2), o piso salarial deveria ser sempre maior do que a meta de inflação, a ser anunciada no dia 15 de cada mês. O teto para aumento máximo de preços, a ser anunciado no primeiro dia de cada mês, a partir de maio, deveria refletir a média das variações de ponta a ponta no período, e não mais a média comparada com a média do período anterior. Correções salariais acima do piso só deveriam ser feitas sem repasse aos preços. O IBGE deveria divulgar um índice ponta a ponta para ser a base de correção dos salários. Mantever-se também a correção dos Bônus do Tesouro Nacional - BTN, baseada em expectativas de inflação ou no novo índice do IBGE.

Esta caracterização permite diferenciar claramente o Plano Collor de outros casos de bloqueio da liquidez, com a possível exceção do Bonex argentino, de janeiro de 1990, embora neste a motivação fiscal tivesse peso bem maior que no programa brasileiro. Assim, embora integre o conjunto de programas que recorreram ao bloqueio de haveres financeiros, o fato de apresentar um perfil bastante original aconselha que o Plano Collor seja analisado basicamente a partir de si mesmo. O cotejo com outras experiências, embora tendo papel secundário, pode facilitar a compreensão das dificuldades do programa brasileiro e ressaltar suas peculiaridades.

As medidas de março de 1990 foram concebidas e desenhadas às pressas, sob a forte pressão da vigorosa escalada inflacionária da última fase do governo Sarney.¹⁴ A proposta de bloquear a liquidez das aplicações financeiras só começou a ser discutida pela assessoria do presidente eleito no final de dezembro de 1989 ou começo de janeiro, depois do segundo turno das eleições presidenciais e cerca de dois meses e meio antes de ser implementada.

A idéia do bloqueio, contudo, não apareceu do nada, não foi uma "invenção" tirada do vazio em face do quadro particularmente adverso

¹⁴ Não há informações escritas a respeito desses fatos. A versão aqui apresentada para a gênese do Plano Collor baseia-se exclusivamente em declarações prestadas ao autor por membros da equipe que elaborou o programa. Foram entrevistas individuais, em momentos diferentes e não apresentaram divergências relevantes entre si. Evidentemente, devem ser tidas como declarações baseadas na memória de fatos ocorridos anos antes, sob elevado grau de tensão e expectativa quanto às implicações e consequências do que se estava fazendo.

daquele momento, como insinuariam depois alguns dos seus críticos.¹⁷ O debate econômico brasileiro vinha demonstrando crescente interesse pela avaliação das causas que haviam provocado o malogro das políticas de estabilização anteriores. Neste esforço de melhor compreender as dificuldades enfrentadas, vinham sendo identificados os problemas de que depois partiriam os formuladores do Plano Collor e começavam a ser discutidas medidas de consolidação da dívida pública e de bloqueio. Além de alguns textos publicados em 1989 (seção 1.4), a maior parte dessas discussões era feita em círculos fechados.¹⁸ Deve-se observar também que os textos divulgados nos primeiros meses depois de anunciado o Plano Collor trazem grande número de justificativas para o bloqueio da liquidez, sob diversos argumentos.¹⁹

O ambiente gerado pelas eleições presidenciais de 1989 favorecia bastante a discussão de propostas pouco convencionais e os temores de que afinal fosse adotada alguma delas. As pesquisas eleitorais no começo de 1989 apontavam a liderança de Leonel Brizola e Luís Inácio Lula da Silva, dois nomes que o *establishment* via com desconfiança ou hostilidade. Em seguida Fernando Collor de Mello disparou nas pesquisas e venceu com folga, mostrando condições de derrotar Lula no segundo turno até com alguma facilidade. Nos quarenta dias de campanha, porém, as pesquisas mostraram a ascensão contínua do candidato do PT, com crescente ameaça de que viesse a ultrapassar as intenções de voto em Collor nos últimos dias, a exemplo do que ocorrera com a candidata petista à prefeitura de São Paulo um ano antes. O receio foi suficiente para que a maior parte das forças de direita que desconfiavam de Collor se aproximassem dele, por falta de opção. Seus ataques virulentos ao empresariado e às elites foram

¹⁷ "O Plano Collor foi teoricamente imprevisível", segundo Cysne (1991, p. 382). "A teoria era realmente exótica", escreveria Simonsen (1995, p. 110) anos depois.

¹⁸ Enquanto coordenador do Programa de Governo do candidato do Partido dos Trabalhadores (PT), o autor participou de alguns eventos deste tipo. Um seminário do partido em abril discutiu diversos temas relacionados à ação de um futuro governo Lula, entre os quais a dívida pública, chegando-se a uma avaliação negativa quanto às propostas de bloqueio ou repúdio (Carvalho et alii, 1989).

¹⁹ Segundo relato de um de seus membros, nas semanas anteriores ao bloqueio a equipe que o preparava realizou algumas conversas com economistas de várias tendências. Houve razoável consenso quanto à necessidade de se fazer "alguma coisa" em relação à dívida pública e à liquidez das aplicações financeiras, embora não tenham sido discutidas alternativas concretas sobre como fazê-lo.

"aceitos" ou ignorados, a pretexto de serem artifícios demagógicos de campanha, destinados a evitar que o eleitorado se aproximasse de Lula.

A radicalização da disputa presidencial aumentava a insegurança e estimulava movimentos especulativos variados, amplificando as pressões inflacionárias, as quais reforçavam a insegurança e o temor de que o presidente eleito, fosse qual fosse, faria "alguma coisa muito dura" para pôr um freio no quadro de descontrole.

O resultado do segundo turno reduziu o receio de medidas desse tipo. Na última semana da campanha, Collor radicalizara os ataques a Lula, acusando-o inclusive de planejar o confisco das cadernetas de poupança, o que foi tido como sinalização de que ele próprio repudiava essa possibilidade.²⁰ Depois de confirmada a vitória, esperavam-se declarações enfáticas do presidente eleito descartando qualquer tipo de confisco ou calote. Os temores estavam outra vez crescendo²¹ quando, na volta de uma viagem ao exterior, em fevereiro, indagado por um repórter sobre o que deveria fazer quem tinha dinheiro no overnight, Collor retrucou, irritado, que não era consultor financeiro para ficar respondendo a perguntas daquele tipo. Estas palavras foram interpretadas como sinal de que "alguma coisa" estaria sendo preparada em segredo, contribuindo para que a expectativa de "calote" passasse a ser discutida de forma cada vez mais aberta.²² As últimas semanas

²⁰ O programa de governo de Collor repudiava a adoção de medidas desse tipo, posição reiterada em artigos assinados por ele na imprensa durante a campanha para o segundo turno. Assessores de Lula também publicaram artigos com o mesmo teor. Essas declarações públicas eram vistas muitas vezes como meros recursos eleitorais, sem maior valor para se prever o que fariam os candidatos se chegassem ao governo. No último debate pela televisão antes do segundo turno e na entrevista ao programa de televisão Ferreira Neto no dia seguinte a este debate, Collor atacou violentamente seu opositor, acusando-o inclusive de planejar o confisco das cadernetas e o "calote" da dívida pública (Pomar, 1990, p. 97).

²¹ Em círculos mais ligados ao debate econômico, as expectativas de medidas monetárias "excepcionais" tinham sido reforçadas pela incorporação de Antônio Kandir à equipe que preparava o novo governo, por ser ele um economista muito ligado aos assessores de Ulysses Guimarães que teriam elaborado propostas dessa natureza.

²² Um episódio pode ser ilustrativo do clima que se vivia no final de fevereiro. Um economista, diretor de uma instituição financeira de pequeno porte, estava apresentando naqueles dias um seminário numa grande cidade do interior do Paraná. O diretor financeiro de uma indústria de médio porte perguntou-lhe o que deveria fazer com o caixa e as aplicações financeiras da empresa nas vésperas da posse do novo governo. A resposta causou certo espanto na platéia: sacar tudo em papel-moeda e colocar em local seguro. Meses depois o diretor da indústria encontrou-o em São Paulo e fez questão de agradecer a sugestão. Apesar de ter considerado a idéia um tanto absurda, sacou todo o dinheiro na sexta-feira da última semana antes da posse, temendo a possibilidade de não conseguir fazê-lo nos dias seguintes. Ironicamente, o economista tinha resolvido aguardar até um dia antes da posse para sacar tudo sem perder os juros overnight dos últimos dias e foi surpreendido com a decretação do feriado bancário.

foram marcadas por uma sequência de movimentos especulativos que se estenderia até as vésperas da posse do novo governo.²³

Por que Collor não fez as declarações tranquilizadoras que tanta gente esperava? A resposta mais óbvia é que ele resistia a assumir um compromisso que não queria cumprir, pois àquela altura a sua equipe e ele já estavam comprometidos com a idéia de realizar o bloqueio.

Na assessoria do candidato Fernando Collor de Mello, um grupo de três economistas tratava da política antiinflacionária durante toda a campanha, sendo acrescido de mais dois integrantes depois da vitória no segundo turno.²⁴ Pelo menos até novembro o grupo havia trabalhado com propostas de natureza gradualista, envolvendo prefixação de preços e negociações amplas com diferentes setores sociais.²⁵ Passou-se em seguida à idéia de aplicar um imposto extraordinário sobre o estoque de haveres financeiros, um IOF punitivo, "cavalar". A idéia se manteve por alguns dias e foi afastada. A alíquota teria que ser muito alta para impedir que a parcela restante dos haveres financeiros pudesse detonar uma onda de consumo e movimentos especulativos incontrolláveis e havia muitas dúvidas sobre a possibilidade de aprovar no Congresso uma taxa extraordinária de tal magnitude.

Na segunda metade de dezembro cada membro do grupo, a partir das próprias intuições e reflexões, teria se convencido da necessidade de bloquear a liquidez das aplicações financeiras, e não na forma do IOF

²³ Os movimentos especulativos começaram com a transferência de recursos do *overnight* e fundos para cadernetas de poupança, na expectativa de que estas seriam poupadas de alguma medida mais drástica do governo, e culminaram com os saques crescentes de papel-moeda à medida que se aproximava a posse do novo governo, o que provocou a decretação de feriado bancário no final da tarde de 13/3 (a posse ocorreria no dia 15). Para maiores detalhes, ver o Capítulo 2.

²⁴ O grupo que originalmente discutia a política antiinflacionária era composto por Eduardo Mediano, Luis Eduardo Assis e José Francisco Gonçalves de Lima, incorporando-se depois Antônio Kandir e Ibrahim Eris. A futura ministra Zélia Cardoso de Mello não participava regularmente das discussões e não se sabe se ela discutia as propostas em estudo com outras pessoas fora deste grupo, integrantes ou não das equipes que preparavam as medidas do governo em outras áreas. Na reta final da preparação do bloqueio algumas decisões importantes teriam sido tomadas fora do grupo, como a definição do prazo de retenção dos cruzados em dezoito meses e os limites de valor para o bloqueio. Na redação final da Medida Provisória 168, que regulamentou o bloqueio, atribuiu-se ao ministro da Economia o direito de abrir exceções no bloqueio de cruzados, algo que não constava da formulação inicial.

²⁵ No início de dezembro, em meio à campanha do segundo turno, um dos membros da equipe levantou a hipótese de não se fazer nada logo depois da posse, adotando apenas uma política de contemporização enquanto a equipe iria tomando conhecimento da real situação econômica do país e adquirindo familiaridade com o funcionamento da máquina do governo. Colocada numa conversa informal, a proposta foi rechaçada por outro membro da equipe, a pretexto de que a inflação atingira níveis muito altos para permitir algo daquele tipo.

cavalar.²⁶ A equipe discutiu a proposta pela primeira vez no final de dezembro e no início de janeiro apresentou um esboço ao presidente eleito.²⁷ Collor aprovou inteiramente a idéia. Vetou apenas a possível criação de grupos com políticos e representantes de setores da sociedade para negociação de acordos e busca de consensos.

O presidente vinha insistindo com a equipe para que a luta contra a inflação fosse apresentada como um embate dramático e decisivo. Os políticos e os representantes da sociedade deveriam ficar na posição de terem que vir pedir apoio a ele, e não o contrário. Alegava que era a única forma de garantir a sustentação política do seu governo, em flagrante minoria parlamentar e sem estruturas partidárias sólidas em que se apoiar.

Outra interpretação possível é de que a proposta agradou tanto a Collor por se encaixar muito bem com o estilo adotado na campanha e ao qual atribuía sua vitória. Fora muito repetida a promessa de enfrentar a inflação com medidas drásticas, que deixariam "a direita surpresa e a esquerda perplexa", bem como as imagens de que derrotaria a inflação com um único golpe mortal de caratê, ou com a última bala disponível para o caçador diante do tigre.²⁸

As primeiras reações ao Plano Collor foram realmente de surpresa e perplexidade, mas o repúdio foi bem menor do que se supunha.²⁹

A maior parte dos economistas que se manifestaram de público nos primeiros dias consideraram o plano consistente, arrojado e corajoso. Alguns vinculavam os elogios às medidas fiscais, à privatização e à liberalização cambial e do comércio exterior. O plano de estabilização propriamente dito foi bem recebido. Boa parte das observações críticas ressaltavam o risco de desintermediação financeira e dolarização, caso se confirmasse a temida desconfiança nas aplicações financeiras.

²⁶ Os entrevistados foram unânimes em relatar esta versão, acrescentando que a primeira discussão da proposta em grupo provocou um verdadeiro alívio em todos, ao perceberem que os demais estavam de acordo com uma proposta que individualmente cada um encarava com um certo grau de resistência e de receio.

²⁷ Membros da equipe afirmam que havia um certo incômodo, pelo menos entre alguns deles, por estarem decidindo coisas da maior gravidade em um círculo tão pequeno.

²⁸ Sobre a influência de fatores políticos na escolha da estratégia de estabilização a ser seguida: Bresser Pereira (1991), Martins (1991), Paiva (1991) e Vianna (1991).

²⁹ Um dos membros da equipe com maior presença na televisão nos primeiros dias manifesta ainda hoje sua surpresa por ter sido cumprimentado e até aplaudido ao embarcar no aeroporto de São Paulo poucos dias depois de anunciado o bloqueio. A expectativa de manifestações de hostilidade o fizera requisitar o acompanhamento de seguranças por ter que atravessar o saguão de embarque em hora de grande movimento.

F poucas semanas depois, como se verifica na coletânea de artigos organizada por Faro (1991a), o acento crítico havia crescido bastante, provavelmente refletindo as dificuldades já evidentes.

Na área política a confusão foi grande. A maior parte da direita evitou críticas fortes, certamente devido ao compromisso eleitoral com Collor contra Lula, além do permanente interesse de se compor com o poder, seja quem for o seu ocupante. Ainda assim, não deixou de vir a público a frustração e a irritação com as medidas. "Um dos mais desinibidos porta-vozes da direita parlamentar, o deputado Amaral Neto, mostrou na prática como os conservadores preferem perder para um aliado a perder para um adversário. Amaral saudou as propostas com uma frase bombástica: 'Conheço Collor há dez anos e nunca imaginei que ele tivesse a coragem de fazer isso'", comentou o *Jornal do Brasil* (17/3/1990, p.5), acrescentando: "Não ser de esquerda é o trunfo de Collor". O mesmo Amaral Netto, então líder do PDS, foi bem mais claro no *Jornal da Tarde* (19/3/1990, p. 17): "É o preço que estou pagando por Collor ter nos livrado do candidato do PT". Era voz corrente naqueles dias que se Lula tivesse feito tais coisas teria provocado "um levante" contra seu governo.³⁰

No PSDB prevaleceu o apoio cauteloso e críticas moderadas.³¹ "O plano de Collor foi fundo em questões que até hoje ninguém mexeu, com o imposto sobre a renda agrícola e o fim dos fundos ao portador, além de dar uma cacetada na ciranda financeira. Mas nós também estamos preocupados com a recessão que as medidas podem provocar, trazendo desemprego, e com a política salarial", declarou o então senador Fernando Henrique Cardoso ao *Jornal da Tarde* (19/3/1990, p. 17). E o

³⁰ Depois de anunciado o bloqueio das aplicações financeiras, uma das piadas mais repetidas dizia que, na saída do último debate na televisão, às vésperas do segundo turno, os dois candidatos teriam trocado as pastas em que levavam seus planos de governo.

³¹ As dificuldades dos tucanos para se definirem naquela conjuntura podem ser ilustradas por um pequeno episódio ocorrido na reta final do segundo turno, quando o PSDB relutava em se posicionar a favor de Lula e contra Collor, o que acabou fazendo, mas de forma muito tímida e dúbia. Faltando cerca de duas semanas para a votação final, organizou-se uma reunião informal no Rio de Janeiro com três economistas da PUC identificados com o PSDB para tentar aplinar as arestas e as divergências com o PT, ali representado pelo autor. A reunião foi muito tensa e difícil, com enorme hostilidade dos tucanos justamente a respeito da suposta disposição do PT de "mexer" na dívida pública. Insistiam que não havia problemas nesta área e que fazer qualquer coisa neste sentido seria demonstração de ignorância ou loucura. Um dos presentes passou depois a integrar a equipe que preparava o governo Collor e, apanhado de surpresa pelo anúncio do bloqueio em 16/3, não viu nisto motivo para se afastar do governo. Outro dos presentes escreveu posteriormente artigos bastante simpáticos ao Plano Collor, argumentando que teria afinal conseguido afastar o risco de hiperinflação.

jornal acrescentou: "O senador paulista também considera a afirmação do governo de que apenas 10% da população foram atingidos como 'tecnocrática'. Fernando Henrique diz que não ficou surpreso com as medidas, mas concorda que a 'direita' ficou perplexa. O senador lembrou que algumas medidas estiveram em discussão na Constituinte e 'o centrão não deixou passar. Agora vamos aprovar'".

A reação da esquerda não foi uniforme. Leonel Brizola assumiu uma posição crítica logo de saída, mas cautelosa, enquanto o principal economista de seu partido, o deputado César Maia, dava apoio enfático ao programa e garantia seu voto para a aprovação das medidas. No PT o quadro foi parecido. Toda a imprensa reproduziu a declaração de Aloizio Mercadante, principal assessor econômico de Lula: "Nós teríamos feito a mesma coisa" (*Jornal do Brasil*, 17/3/1990, p.5; *Jornal da Tarde*, 19/3/1990, p. 17). As primeiras manifestações públicas de Lula e do PT defendiam que as medidas não podiam ser criticadas de forma absoluta, nem do mesmo ponto de vista da direita. Destacava-se que o programa estaria "contra a especulação financeira" e conteria medidas acertadas na área de política fiscal, embora insuficientes. Punha-se em dúvida a eficácia da retenção do dinheiro em aplicações e contas bancárias, e não o bloqueio por si mesmo. Segundo Lula, "os grandes aplicadores já transformaram seus recursos em ouro, dólar ou estão investindo fora do Brasil" (*Jornal do Brasil*, 17/3/90, p.5).

Sob o título "PT Aplauda o Programa e Apresenta Sugestões", o *Jornal do Brasil* (19/3/90, Caderno Brasil, p. 02) assim comentava as posições do PT: "Na avaliação preliminar do partido, o governo acabou misturando pequenos poupadores com grandes especuladores, que, de acordo com Mercadante, migraram de outras aplicações para a caderneta de poupança, 'com a recusa de Collor de propor medidas preventivas de intervenção no mercado financeiro ao governo anterior', no período entre a eleição e a posse. 'Achamos que a política fiscal prevista no programa é adequada e não vamos agora fazer coro com os descontentes, que não aceitam o fim da especulação financeira', avisou o economista, antecipando o espírito com que o PT vai se apresentar ao Congresso no exame das medidas implantadas pelo governo. 'Gente da direita, como o senador Roberto Campos e o deputado Delfim Netto, estão indignados e

já começam a defender os interesses dos especuladores', afirmou Mercadante, adiantando que o PT vai tentar aprovar uma taxaço, pelo imposto territorial rural, 'para incluir no ajuste os latifúndios improdutivos, que também ficaram de fora'. (...) Mercadante definiu as medidas do governo como 'tecnicamente engenhosas, mas politicamente desastrosas'. Para o economista, outros aspectos como 'a ausência de uma definição clara da política externa e de uma reforma financeira mais detalhada que permita apontar os canais para a retomada dos investimentos públicos e privados são falhas que preocupam os especialistas do PT'. (...) Na reunião de ontem, os economistas e membros da Executiva do Partido dos Trabalhadores salientaram a necessidade de diferenciar as posições do Partido das críticas de empresários que, na opinião do assessor econômico do PT, 'estão fazendo terrorismo com o nítido objetivo de bombardear o fim da especulação financeira e eliminar os vários aspectos positivos do programa de estabilização econômica'".

Estas reações expressam uma razoável convicção de que o bloqueio seria positivo pela possibilidade de acabar com a "especulação" e a "ciranda financeira", devendo-se então reforçar os aspectos "sociais" do programa, penalizando mais os ricos e rentistas. Os porta-vozes da esquerda não apresentaram, naquele momento, condenações ou críticas mais pesadas ao bloqueio por si mesmo, como instrumento de política econômica ou pelos seus aspectos políticos e sociais.

1.3 OBJETIVOS DO BLOQUEIO DA LIQUIDEZ EM MARÇO DE 1990

Não existe uma versão oficial sobre os objetivos do bloqueio da liquidez, a estratégia que o orientava e o diagnóstico de que teriam partido seus formuladores. Os documentos e declarações disponíveis são muito sucintos e não há registros das discussões prévias da equipe que elaborou e implementou o plano. A falta de um documento oficial fundamentando o bloqueio pode ser atribuída às circunstâncias em que foi elaborado, mas a inexistência de uma matriz teórica única também deve ter pesado nesse sentido.³² O debate público sobre as questões

³² A ausência de uma base teórica comum foi confirmada nas entrevistas com membros da equipe que elaborou o programa. Um dos entrevistados afirmou não ter lido o documento de Belluzzo e Almeida (1990) tomado aqui como uma referência básica para esclarecer o diagnóstico que orientava o plano. Este mesmo economista, segundo outro integrante da equipe, teria

que o bloqueio da liquidez pretendia enfrentar, embora estivesse crescendo no período anterior, também não foi amplo o bastante para que se possam identificar com clareza os vínculos entre as medidas adotadas e as diversas correntes de opinião naquele momento.

Esclarecer estas questões é indispensável para uma avaliação mais precisa do bloqueio e de seus resultados, além do evidente interesse para a história do pensamento econômico no Brasil. Há um certo exagero na afirmação de Pastore (1991, p. 158) de que "a ausência de qualquer exposição do diagnóstico torna extremamente difícil" a avaliação do Plano Collor. A maioria dos acontecimentos históricos e das políticas dos governos não são antecedidas por explicações públicas. Quando o são, as palavras devem ser tomadas com cautela, posto que em geral mais ocultam do que esclarecem, de forma intencional ou não.

Para contornar tais dificuldades, os caminhos são os previsíveis. Devem ser analisados os documentos e declarações disponíveis, bem como as medidas iniciais do programa, procurando-se identificar o que articula este conjunto de intenções e de fatos e procurando-se também relacioná-lo como contexto econômico e político e as idéias vigentes.

O único texto oficial de apresentação e justificação do bloqueio é a Exposição de Motivos 58 que acompanhou a Medida Provisória 168 (*Gazeta Mercantil*, 17/3/1990, p.32). Há também transcrições de trechos do discurso do presidente Fernando Collor e da entrevista coletiva da ministra Zélia Cardoso de Mello no anúncio do plano (*idem*, p.2). Tanto a Exposição de Motivos 58 quanto as palavras de Collor e Zélia mostram coincidências quase literais com o texto "Crise e Reforma Monetária no Brasil" (Belluzzo e Almeida, 1990).

Publicado em 1990, este texto circulou amplamente no segundo semestre de 1989 e seu teor foi tomado como referência por pelo menos alguns dos elaboradores do Plano Collor. Trata-se do único trabalho conhecido em que se apresenta uma proposta de reforma monetária com bloqueio de haveres financeiros naquele momento.³³ Elaborada no âmbito da assessoria do então candidato do PMDB à Presidência da República,

feito grande esforço para se diferenciar das opiniões de Belluzzo durante as últimas discussões com alguns convidados para avaliações da conjuntura e das alternativas possíveis (ver seção 1.2).

³³ A proposta de Lini (1989a) também foi divulgada nesta época. Porém, conforme discutido na seção seguinte, 1.3, tratava-se muito mais de uma proposta de consolidação da dívida pública mobiliária do que de bloqueio da liquidez.

Ulysses Guimarães, esta proposta foi discutida por assessores dos dois candidatos que disputaram o segundo turno.

O mais importante é que, embora haja diferenças entre a proposta de bloqueio que aparece no documento de Belluzzo e Almeida e o que se fez em março de 1990, as idéias ali expressas explicam adequadamente as medidas iniciais do Plano Collor as opções adotadas em seguida pela equipe econômica do novo governo. Deve-se considerá-lo como parte integrante da elaboração do Plano Collor e como a melhor (ou única) exposição de seus objetivos e do diagnóstico que o orientava.

A preeminência do caráter de bloqueio da liquidez é o que dá unidade às medidas adotadas e permite compreender o sentido do que se pretendia. O objetivo maior do bloqueio da liquidez dos haveres financeiros era impedir que seus detentores pudessem dispor deles livremente, por algum tempo, de forma a controlar a remonetização e impedir movimentos especulativos depois da desinflação abrupta que se pretendia alcançar. A redução imediata do custo de rolagem da dívida pública mobiliária era um segundo objetivo básico do bloqueio. Contudo, como se discutirá adiante, sua viabilização era colocada na dependência de se eliminar o direito à liquidez imediata de que dispunham os aplicadores em títulos públicos, confirmando que este era o problema central na ótica dos formuladores do programa.

O Plano Collor queria derrubar a inflação de imediato, mas para isto não era necessário o bloqueio. Bastaria um congelamento de preços e salários, como nos programas anteriores. O que se pretendia com o bloqueio era assegurar que as pressões inflacionárias não fossem repostas e reforçadas logo em seguida, como ocorreu de forma cada vez mais rápida e intensa nos três choques heterodoxos do governo Sarney.

As vicissitudes dessas três experiências malogradas suscitaram a tese de que o tamanho da massa de haveres financeiros líquidos, ou moeda indexada, tornava a estabilização impossível. Seus detentores tinham a capacidade de alterar a composição de seus portfólios com magnitude e rapidez suficientes para instabilizar os mercados e as expectativas de forma incontrollável. O problema não seria o tamanho da dívida pública ou do estoque de haveres financeiros, mas sim o fato de disporem de liquidez quase total e garantida pelo BCB. A massa de quase-moeda, ou moeda indexada, deixaria o Tesouro e o BCB como reféns

permanentes dos grandes detentores desses recursos de liquidez quase imediata, dada a sua capacidade de especular com sucesso contra quaisquer iniciativas de estabilização.

O problema se tornava mais grave nos casos de desinflação brusca, devido à tendência de remonetização muito rápida e desordenada nesses momentos. A remonetização seria considerada excessivamente rápida se estimulasse uma expansão da demanda superior à capacidade de resposta da oferta, com a formação de pressões incontrolláveis sobre os preços. E seria considerada desordenada se ocorresse antes de se reverterem as expectativas desfavoráveis à estabilização, dando lugar a movimentos especulativos variados. A necessidade de regular o ritmo e a magnitude da oferta de moeda logo após a desinflação abrupta, portanto, era o motivo principal para se restringir por algum tempo o direito dos titulares de haveres financeiros líquidos de convertê-los em moeda. Acreditava-se que essa conversão tenderia inevitavelmente a ampliar de forma muito rápida o consumo e a produção, além de favorecer os movimentos especulativos.

A troca de títulos por base monetária e de aplicações remuneradas por meios de pagamento (M_1) não seria problema por si mesma. Além de substituir dívida pública por passivo não-remunerado do Banco Central, sinalizaria aumento da confiança do público na moeda. O problema era a provável destinação da maior demanda por M_1 para gasto em consumo ou especulação, num quadro em que as expectativas dos agentes econômicos continuariam bastante instáveis, em paralelo à recomposição do poder de compra dos assalariados e demais trabalhadores, os segmentos que mais sofriam com o imposto inflacionário.

Por aí se explica o tratamento rigoroso dispensado às cadernetas de poupança, com saques iniciais limitados a Cr\$ 50 mil, enquanto no overnight e fundos liberava-se 20% do total. O saque dos recursos das pequenas poupanças era visto como seria ameaça à estabilização, capaz de desencadear pressões incontrolláveis sobre a demanda agregada ao serem direcionados para consumo e para reformas nas residências, como se verificara no Plano Cruzado.

A opção de enfrentar esse risco por meio da sinalização de juros reais elevados foi descartada, por pelo menos três motivos. Primeiro, duvidava-se de sua eficácia frente ao nível muito alto já atingido

pela inflação, o que tornava cada vez mais impreciso o cálculo do juro real implícito em qualquer taxa nominal, dúvida reforçada pelo fiasco recente do Plano Verão no primeiro semestre de 1989. Segundo, haveria pesado ônus para o Tesouro no momento em que se pretendia realizar um importante ajuste fiscal. Terceiro, juros reais muito altos agravavam o problema, pois aumentavam o volume de haveres financeiros líquidos à disposição dos aplicadores.

Outras opções também pareciam difíceis. A estratégia gradualista de prefixação de preços e negociações mostrava-se pouco promissora com a aceleração inusitada do ritmo da inflação, além de ter sido vetada pelo presidente eleito. Também foi descartada a imposição de um pesado imposto de capital sobre o estoque de haveres financeiros, na forma de confisco, bloqueio ou com aliquotas declinantes de acordo com o prazo entre saques. Como as aliquotas não poderiam ser muito altas, temia-se que os recursos líquidos ainda à disposição do público depois do imposto fossem suficientes para provocar a temida onda de consumo. O bloqueio, ao contrário, permitia um recolhimento inicial muito maior e oferecia a possibilidade de ser atenuado em seguida, fugindo à rigidez de um imposto de capital.

Além de controlar a monetização e o uso dos haveres financeiros líquidos para consumo e especulação, o bloqueio da liquidez tinha um segundo objetivo básico: viabilizar o ajuste fiscal, tido como impossível sem uma drástica redução do custo financeiro que a política de juros reais elevados acarretava para o Tesouro. Porém, como se entendia que os juros não podiam ser reduzidos sem abrir espaço para a "fuga"³⁴ em massa dos aplicadores, a meta fiscal dependia do bloqueio da liquidez. Confiava-se que essa medida devolveria ao BCB a capacidade de operar a taxa de juros sem a ameaça permanente que tinha levado à sua imobilização. Assim, o apoio ao ajuste fiscal deve ser considerado como um objetivo secundário do bloqueio. Embora de grande relevância, subordinava-se à questão maior de controlar a livre conversão dos haveres financeiros em moeda pelos seus titulares.

³⁴ Usualmente entende-se por "fuga" dos aplicadores a retirada de recursos até então aplicados no sistema financeiro (algo como desintermediação financeira). É uma conceituação imprecisa, pois os recursos acabam voltando ao sistema bancário, mesmo tendo realizado maior volume de transações.

A conclusão de que era este o diagnóstico que orientava o bloqueio plano decorre do exame dos poucos documentos e declarações disponíveis, bem como da análise das principais medidas do plano.

"A reforma monetária tem o objetivo de recuperar o controle do Estado sobre a moeda nacional", começa a Exposição de Motivos 58. Após deplorar os efeitos nefastos da inflação, afirma que "a instituição da correção monetária dos contratos foi a forma encontrada pela sociedade para reduzir os efeitos perturbadores da instabilidade monetária", mas à custa do enfraquecimento "do desejo da sociedade de combater as causas reais da desvalorização da moeda". E prossegue: "No Brasil, a adaptação do corpo social à prática da indexação chegou ao absurdo econômico da criação da moeda indexada, que concentra os atributos da liquidez e da atualização do seu valor em relação à moeda de curso legal. Isso determina o fracionamento da unidade da moeda; (...) a moeda da riqueza inativa separa-se da moeda que paga o trabalho e remunera a produção e o investimento. (...) Neste regime, em que convivem duas moedas, a política monetária torna-se inoperante, prisioneira da polarização das preferências dos agentes na moeda indexada. As tentativas de controle da liquidez na moeda fraca, em acelerada desvalorização, determinam a emissão de direitos na moeda protegida, através do manejo das taxas de juros. Paradoxalmente, os esforços de contenção da liquidez culminam em sua expansão (...) e cresce a desproporção entre a massa de moeda indexada, ou quase moeda, a capacidade de resposta da produção e a dimensão dos mercados".

A Exposição de Motivos explica então que as medidas são "uma defesa dos patrimônios e dos rendimentos do trabalho contra os movimentos especulativos" e não implicarão "qualquer cancelamento dos direitos existentes", propondo "apenas o ordenamento do seu exercício, sem prejuízo de remuneração adequada, de maneira a conciliá-los com a capacidade de produção de bens e o funcionamento normal dos mercados financeiros e de capitais".

No fim do discurso em que apresentou o plano de estabilização, na reunião ministerial de 16/3/1990, o presidente recém-empossado assim justificou as medidas monetárias: "A violência da inflação e a quase destruição do sistema de preços já ameaçavam o funcionamento da economia, impondo pesadas perdas ao povo brasileiro. Para sustentar de

forma duradoura a estabilidade de preços, impõe-se uma reforma monetária austera, capaz de devolver ao Estado o controle sobre a moeda. (...) não deve se traduzir apenas na mudança de denominação do padrão de referência de preços e contratos, mas deve atingir profundamente as formas de acesso à liquidez e os processos de criação do poder de compra. (...) As medidas são de grande profundidade. (...) buscam, sobretudo, preservar os direitos adquiridos pelos cidadãos. (...) tomamos a iniciativa de promover um reordenamento do exercício desses direitos, através de um processo de conversão de cruzados novos para cruzeiros. (...) Para os 10% mais ricos estabelecemos regras que preservam o valor real dos ativos, mas diferindo no tempo o seu acesso à liquidez, sem, contudo, inviabilizar o funcionamento da economia. Além disso, procuramos, através de medidas fiscais aplicadas sobre o estoque de ativos financeiros, acentuar o caráter redistributivo do programa (...)"

A ministra Zélia Cardoso de Mello, em encontro com editores de meios de comunicação no Palácio do Planalto, também em 16/3/1990, depois de comentar as medidas na área de finanças públicas, enfatizou: "Mas de que valeria todo este ajuste fiscal se fôssemos continuar com as atuais características da moeda? (...) A existência de moeda e títulos na economia brasileira, estes últimos com características de quase-moeda, acaba impedindo a execução de uma política monetária eficaz, como mostraram os planos de estabilização mais recentes".

Destacam-se alguns pontos comuns na Exposição de Motivos e nas declarações. O primeiro é a identificação do fracionamento da moeda como um grave problema, talvez o maior obstáculo para a recuperação do controle monetário. Na sua origem estaria a indexação, cada vez mais generalizada e responsável pelo desenvolvimento da moeda remunerada, apresentada como a moeda "da riqueza inativa", enquanto a moeda tradicional "paga o trabalho e remunera a produção e o investimento". Para a Exposição de Motivos, desse fracionamento teria resultado a paralisia da política monetária e o paradoxo de os juros altos terem se tornado inúteis ou nocivos, pois aumentavam de fato o estoque de quase-moeda ao emitir mais direitos na moeda protegida.

O segundo é a negativa enfática de que as medidas representassem cancelamento de direitos. Por meio do diferimento temporal do acesso à

liquidez, buscava-se "apenas o ordenamento de seu exercício", de forma a conciliá-los "com a capacidade de produção de bens e o funcionamento normal dos mercados".

O terceiro é a afirmação da inutilidade de medidas fiscais sem as providências adotadas para recuperar a eficácia da política monetária, o que explicaria o fracasso de planos anteriores. Enfatiza-se também que as medidas fiscais aplicadas sobre o estoque de ativos financeiros destinavam-se a acentuar o caráter distributivo do programa, afirmação implícita de que o elemento distributivo maior era a própria reforma monetária que conduziria à estabilização dos preços.

Esses elementos aparecem de forma mais elaborada no citado texto de Belluzzo e Almeida (1990), fundamentando sua proposta de bloqueio da liquidez. O texto começa caracterizando o problema a enfrentar:

"As crises monetárias podem ser interpretadas sempre como crises da avaliação da riqueza sob um dado padrão monetário (...) ou como consequência da incapacidade do Estado de (...) regular os critérios de avaliação de riqueza dos centros privados de decisão. Nas crises monetárias é rompida não só a unidade das funções da moeda, como também alteram-se as relações preexistentes entre moeda ativa e moeda inativa. Nos processos inflacionários agudos, é a função de meio de circulação que absorve as demais; um outro ativo passa a servir de padrão de preços (e contratos) e de reserva de valor" (p. 64-65). Esse papel foi ocupado no Brasil pela quase-moeda ou moeda indexada (todos os direitos líquidos e indexados - *overnight*, depósitos a prazo e de poupança): "As quase-moedas cumprem genericamente a função de recompor a unidade monetária. Com isto, o Estado reassume formalmente a condição de gestor da moeda, mas sem readquirir o controle da política monetária. (...) A gestão monetária da crise consistiu em aperfeiçoar a moeda indexada a cada rodada em que o poder privado ameaçava a prerrogativa de gestor da moeda exercida pelo Estado" (*idem*, p.67).

Na discussão sobre as origens e os determinantes desse quadro, os autores defendem que o problema maior não era a fragilidade fiscal do setor público, mas sim a impossibilidade de recuperar o controle da moeda, tese fundamental para embasar a proposta de reforma monetária apresentada em seguida. A origem dos problemas estaria nos efeitos da crise do início da década e das políticas de ajustamento do setor

externo, às quais "subordinou-se a gestão monetária nesse período (...); sua execução rompeu critérios decisivos na regulação das avaliações e expectativas em uma economia cronicamente inflacionária como a brasileira sem que, findo o período, estes critérios tenham sido restaurados. (...) é claro que convivemos nesta etapa com desequilíbrios estritamente fiscais e de financiamento, à medida que não avançamos na superação dos problemas agravados pelo ajuste e pela ruptura do financiamento externo. (...) Mas é importante destacarmos a ordenação dos fatos para colocar em evidência seus determinantes. Nesta etapa, o desafio privado ao gestor da moeda se sobrepõe às crises fiscal e de financiamento, acentuando-as. (...) Os altos custos financeiros e o estreitamento progressivo dos prazos da dívida pública agravaram, evidentemente, o desequilíbrio das contas fiscais e o financiamento do setor público, mas devemos frisar que esta foi uma decorrência da crise monetária, ou melhor, da imobilização crescente imposta ao gestor da moeda. (...) Isto explica em grande medida os sucessivos fracassos das tentativas isoladas de ajuste e de reformas nos campos tributário, do gasto público e das condições de financiamento do setor público" (idem, p. 65-66).

Analisando as opções disponíveis, argumentam que a crise impõe "limites progressivos à gestão monetária, em um quadro de crescente instabilidade. A ameaça de hiperinflação torna-se cada vez mais presente diante do precário sistema de avaliações que as quase-moedas e a falsa unidade monetária buscam preservar. No plano macroeconômico estas transformações são responsáveis pelo aparecimento de obstáculos quase intransponíveis à aplicação de políticas convencionais de estabilização" (p.67).

Para comprovar a inviabilidade destas políticas, prosseguem: "Se a gestão monetária tentar resistir ao ajuste da taxa de juros, um deslocamento ainda que marginal das quase-moedas para os mercados de risco (...) somente poderá ser absorvido por um aumento das cotações (dada a estreiteza destes mercados). (...) A percepção de que a reação dos preços spot venha a ser muito forte, de sorte a contaminar outros preços e valores (caso dos bens estocáveis, como matérias-primas e bens duráveis, imóveis e até terras), pode detonar uma corrida para a formação de posições em ativos reais e bens, levando à destruição das

quase-moedas. Isto equivaleria a uma ruptura definitiva do padrão monetário, já que nem mesmo as quase-moedas seriam capazes de preservar a confiança dos agentes. (...) O mesmo processo pode ser desencadeado a partir de uma tentativa de monetização da dívida pública com propósito de reduzir o déficit financeiro do setor público ou por um rebaixamento deliberado das taxas de juros com o objetivo de guiar as expectativas de preços. (...) Um 'efeito riqueza' de enorme potencial instabilizador pode ser desencadeado se a tentativa de reordenamento é abrupta (...) ou gradativa. (...) Se as expectativas não se alteram imediatamente, considerando os tamanhos relativos dos mercados, a ação dos operadores financeiros induzirá reações dos agentes fluidos. Isto pode detonar a temida onda de desconfiança, a não ser que o gestor da moeda recue em seus propósitos de estabilização e reafirme o valor da moeda indexada" (p. 71-72).

Fundamentada a necessidade de "medidas radicais", os dois autores identificam a formação naquele momento de "dois conjuntos de opiniões extremas: de um lado, os que advogam uma profunda reforma do Estado; de outro, o dos que não vêem outra saída senão o 'calote' da dívida interna" (p. 72). Ao descartar a primeira proposta, reconhecem que a rápida recuperação fiscal do Estado poderia em tese resultar de um *capital levy* sobre as grandes riquezas financeiras e o patrimônio líquido das grandes empresas, só que isto não seria possível naquele momento, "devido à ação dos grupos de pressão e do poder hoje tão cristalizado dos detentores de riqueza. Por outro lado, no tempo que mediará entre o anúncio da reforma e sua execução, a situação (...) poderá se agravar de tal forma que a hiperinflação seria inevitável". E atribuem ao *capital levy* objetivos precisos e distintos: "é crucial que seja promovida uma reforma fiscal, apoiada particularmente no *capital levy* explicitamente destinado a financiar um programa social para o país. A reforma monetária coloca-se em uma outra dimensão e sob um objetivo que dificilmente a reforma fiscal seria capaz de atingir: a restauração definitiva da unidade da moeda" (p. 73).

Expondo os objetivos da reforma monetária, recusam a hipótese de "calote" puro e simples, na forma de confisco ou conversão forçada e indistinta com algum redutor (citando o exemplo da Alemanha de 1948) ou de hiperinflação induzida pela retirada do lastro em títulos

Quadro 3 A proposta de reforma monetária de Belluzzo e Almeida

I - Cria a nova moeda.

II - Fixa as regras de conversão dos saldos existentes nesta data¹ à nova moeda:

1. Meio circulante: ao par, imediatamente.

2. Depósitos (à vista, remunerados e a prazo), open, fundos de curto prazo e demais aplicações - Pessoas jurídicas:

a) ao par, contra apresentação da folha de pagamento;

b) ao par, contra recolhimento de ICMS para compra de mercadorias;

c) ao par, contra recolhimento do capital levy;

d) ao par, contra aquisição de Títulos de Desenvolvimento Econômico (TDE - prazo de 5 anos, correção pelo IPC e juros de 8% a.a.);

e) ao par, contra aprovação de programas de investimento por órgão competente (BNDES, CEF, BB, Finep);

f) ao par, contra inversões no Programa de Privatizações do Governo;

g) ao par, contra aquisição de ações novas de empresas com projetos aprovados nas condições do item "e";

h) ao par, contra crédito novo à atividade produtiva (no caso de carteira própria de bancos e instituições financeiras), respeitados os limites de expansão do crédito pela Comissão de Política Monetária;

i) os haveres em cruzados novos serão corrigidos monetariamente pelo IPC até o momento da conversão à nova moeda;

j) os direitos de conversão são inegociáveis e intransferíveis;

k) os direitos de conversão se extinguem em 31/12/94.

3. Depósitos (à vista, remunerados, a prazo, de poupança), open, fundos de curto prazo e outros - Pessoas físicas:

a) ao par, imediatamente para os saldos de valor atual¹ até NCz\$ 300 mil;

b) acima deste valor:

- ao par, contra retirada mensal de valor atual de até NCz\$ 100 mil;

- ao par, contra aquisição de imóvel sob condições a serem definidas;

- ao par, nas condições "c", "d", "f" e "g" do item 2;

- o saldo definido em "a" não-utilizado pelo prazo de doze meses renderá o equivalente a uma caderneta de poupança especial com juros de 12% a.a.;

- valem as condições "i", "j" e "k" do item 2.

Fonte: Belluzzo e Almeida, 1990, p. 74.

¹ Não há indicação de qual a data a que se referem os autores; com o ritmo de inflação da época, torna-se impossível identificar o valor real desejado.

públicos da moeda indexada. Nos dois casos, os detentores da riqueza financeira seriam tratados por igual ("pequenos e grandes poupadores, especuladores e fundos de poupança, bancos e empresas, que em outra situação poderiam deslocar recursos para financiamento, investimento e ampliação da produção"), mas com a tendência de serem punidos "os menos ágeis em rever posições e os que detêm limitado poder de efetuar operações ilegais" (p.73).

Mais que a preocupação de justiça social, enfatizam que a reforma monetária busca "resgatar a unidade monetária, a confiança no gestor da moeda e a destinação produtiva do poder de compra da riqueza acumulada (...), além de concorrer para o reerguimento financeiro do setor público". Seu objetivo "não deve ser a destruição das

instituições que mobilizam recursos financeiros e poupanças ou a ruína dos agentes produtivos que detêm saldos financeiros, mas sim o de estancar o conteúdo especulativo que suas ações apresentam no momento, recuperar suas funções e a contribuição deles esperada na formação do emprego e do produto nacional. (...) Ela tem por base a criação de uma nova moeda e a suspensão condicionada da liquidez na moeda antiga (...). Não promove desvalorizações arbitrárias da riqueza financeira, apenas restringe sua liquidez para fins não-produtivos. A contribuição ao investimento, à produção e ao desenvolvimento do mercado de capitais é o critério fundamental para a conversão plena dos saldos em cruzados novos à nova moeda, bem como para o retorno integral da liquidez do estoque de riqueza" (p. 73).

Ao apresentar as medidas propostas (Quadro 3), destacam que a reforma deve concentrar-se nos seus objetivos monetários, sem alterar o sistema de indexação nem as regras do sistema financeiro, e não deve contemplar em si mesma uma reforma fiscal.

Tratando das condições necessárias à implementação exitosa da reforma proposta, destacam: "A questão imediata a enfrentar é a do acesso à nova moeda, enquanto não se recompõem as expectativas de longo prazo e se reorganizam os mercados financeiros. É tamanho o desequilíbrio presente na composição da riqueza social que não bastará estancar a reprodução da riqueza financeira. (...) Haverá um meio-tempo de intensa especulação e apostas na mudança de política econômica. Esta deverá manter-se ativa porque o reequilíbrio dos estoques exigirá um controle estrito dos fluxos" (p. 74-5).

Dada a incerteza reinante, "as mudanças na forma da riqueza no imediato período após a reforma terão caráter predominantemente especulativo e desestabilizador" e será crucial impedir que se tenha acesso à nova moeda (inclusive o setor público) a não ser "através das relações mercantis do circuito corrente de produção-renda. (...) O principal instrumento da política monetária no período de implantação da reforma será o crédito bancário. A ruptura da liquidez (...) pode determinar uma recessão, o que não é desejável. O crédito fácil, por outro lado, pode concorrer para que não se forme a confiança na nova moeda. (...) A política monetária deverá ser manejada com extrema sensibilidade: deve garantir as provisões de moeda a partir da demanda

formada pela ampliação do circuito industrial mas, ao mesmo tempo, recusar-se a sancionar as pressões para que se amplie a circulação financeira" (p.75).

Depois de citar a necessidade de recolhimento compulsório de 100% sobre os acréscimos dos depósitos de todos os tipos após o bloqueio, os autores afirmam que "certamente será uma imposição do momento a decretação da intervenção nos bancos", para evitar que promovam uma "explosão de crédito" com o objetivo de recompor sua rentabilidade, à semelhança da ocorrida no Plano Cruzado.

Por fim, apontam o setor externo como "o calcanhar de Aquiles da reforma, que teria uma chance de êxito quase integral se partisse de uma situação mais folgada quanto a reservas cambiais e se fosse viável regular suas variações com os instrumentos convencionais ou mediante o crédito internacional. (...) O pior dos mundos será tentar exercer controle sobre as expectativas cambiais através de desvalorizações do câmbio. (...) O único fator de efetiva estabilização nesta matéria consistiria no apoio externo ao programa (...) mas isto só poderá ser negociado após a sua implementação" (p. 75).

Nos debates públicos depois de anunciado o Plano Collor surgiram avaliações muito diferenciadas a respeito dos seus objetivos e também do diagnóstico que inspirava seus autores.

Posições muito semelhantes às defendidas nessa tese encontram-se, por exemplo, em Nakano (1991): "O violento choque monetário corrigiu um dos problemas enfrentados pelas tentativas recentes e fracassadas de estabilização. (...) Nestes programas, devido à ilusão monetária, a queda inicial da taxa de inflação levou os agentes econômicos a sacarem os ativos financeiros, desviando para consumo e especulação com outros ativos reais. Além disso, a liquidez dos ativos financeiros tornava impossível ao BC fazer uma política monetária mais ativa. (...) havia um excesso potencial de liquidez, devido à liquidez dos títulos públicos, e um desenho institucional anômalo do sistema monetário, em que o Banco Central garante automaticamente a monetização dos títulos públicos. (...) a contração do estoque de M₁ para menos de um terço deu ao Banco Central o poder de controlar o seu fluxo, a oferta monetária" (p. 140-1).

A noção de "liquidez potencial" ou "em suspensão" é aceita também por Barros de Castro (1991, p.178): "Havia uma inflação em curso, cuja progressão - dentro do quadro vigente - não podia ser impedida pela política econômica. E havia também um enorme estoque de poder de compra, precariamente mantido em suspensão, e que, a qualquer momento, poderia desabar sobre o mercado, detonando a hiperinflação. Em outras palavras, tínhamos uma inflação em curso e uma hiperinflação em suspensão. A inflação tendia a se agravar e, à medida que isto era percebido, tornava-se mais difícil e custoso manter a hiperinflação em suspensão. O curto-circuito final estava, pois, prestes a ocorrer, sendo que a queima dos ativos financeiros se daria, neste caso, em plena hiperinflação".

Carneiro e Goldfajn (1991, p. 209) destacam, como argumento decisivo em favor do plano, a virtual impossibilidade de se afastar o risco de uma corrida contra qualquer programa de estabilização a menos que houvesse ruptura dos contratos de recompra: "O programa parte da observação de que, dado o estado de liquidez da economia em decorrência do estado de pré-hiperinflação, qualquer experiência antiinflacionária teria de enfrentar a possibilidade de que toda expectativa de fracasso geraria uma corrida contra o programa, em particular na tentativa de conversão da liquidez existente em dólares ou em bens reais. Restringir a liquidez sem romper os contratos de recompra seria impossível, e para romper os contratos a reforma monetária é instrumental. Por outro lado, criar excesso de demanda por liquidez na nova moeda é uma forma eficaz para derrubar os automatismos do mecanismo de correção de preços que acompanha a inflação crônica. (...) tendo em vista as exíguas possibilidades de agir de forma palpável contra o déficit público a curto prazo, dadas as limitações constitucionais à demissão de funcionários e à própria reorganização administrativa do Executivo, ter a possibilidade de fazer política monetária era imprescindível". E destacam: "Deste ponto de vista, o controle total sobre as operações ativas do sistema financeiro desempenha um papel importante na concepção do programa, na medida em que dá ao Banco Central comando efetivo sobre a liquidez do sistema financeiro, tarefa que era impossível na situação anterior".

As divergências sobre o diagnóstico e os objetivos do bloqueio podem ser resumidas em três questões: se a meta era o controle do fluxo de liquidez ou a redução de seu estoque; se o alvo era M_1 ou M_4 ; e se o objetivo maior era monetário (controle da liquidez) ou fiscal (redução de estoque e custo da dívida pública). As três questões se imbricam de várias formas e seus termos não são excludentes, o que reflete as limitações do debate sobre a moeda indexada e sobre as implicações da dívida pública mobiliária naquele momento.

Comentando as polêmicas que se seguiram ao bloqueio, Serra (1991, p.275) caracteriza bem as duas primeiras questões: "Observa-se um apaixonado debate entre os economistas. De um lado, enfatiza-se o equívoco que representaria o seqüestro de uma grande fatia do estoque de liquidez da economia (M_4), em vez da concentração de esforços e ousadia no corte do crescimento da liquidez nominal, que seria a causa última do processo inflacionário. Do outro lado, sustenta-se que o bloqueio dos ativos financeiros, ou algo equivalente, teria sido essencial e inescapável, face ao papel desestabilizador do estoque de liquidez preexistente na transição da superinflação para a estabilidade de preços. O problema não residiria no tamanho deste estoque, mas na sua espantosa capacidade (endógena) de expansão nominal e alto risco de sua rápida conversão em fluxo".

Simonsen (1991, p.114) defendeu a segunda posição: "Ao invés de conter o fluxo, o Plano Collor resolveu reduzir drasticamente o estoque de liquidez da economia. O modelo não foi o Plano Schacht, da Alemanha de 1923, quando apenas se estancou a expansão monetária, mas o do plano Ehrard de 1948, quando houve o confisco de moeda e ativos financeiros. (...) um plano de estabilização exige que se estanque a expansão de moeda, mas não que se corte a quantidade de moeda. (...) a contenção é no fluxo, e não no estoque. Por certo, a própria contenção do fluxo exige habilidade num país onde a maior parte da moeda é indexada, pois o fluxo a estancar é o nominal, e não o real".

Pastore (1991) foi na mesma direção: o bloqueio "apenas reduziu o estoque de M_4 (...), para depois controlar o seu fluxo, talvez" (p. 159), e "aparentemente partiu do diagnóstico de que era o próprio estoque de M_4 que, crescendo, produzia a inflação" (p. 170), aceitando

que "sua expansão funcione, para efeito de produzir inflação, exatamente como uma expansão da base monetária e de M_1 " (p. 160).

Os documentos disponíveis e as medidas adotadas permitem afirmar que o objetivo maior do plano era conter o fluxo de M_1 , e contê-lo por meio de um instrumento específico, o bloqueio de M_4 , com o que seria possível impedir que seus detentores provocassem uma brusca expansão (fluxo) de M_1 , à revelia do BCB. A imobilização do estoque de M_4 não se destinava a controlar o fluxo da moeda indexada. A meta era ordenar o fluxo de M_1 e ganhar o tempo necessário para que a maior parte do M_4 perdesse a condição de moeda indexada, reunificar as funções da moeda no M_1 tradicional e recuperar assim a capacidade do BCB de regular a emissão de moeda.

Não se pode concluir daí que os formuladores do plano admitissem que a expansão de M_4 tivesse implicações inflacionárias idênticas à expansão de M_1 ou que atribuíssem a M_4 características semelhantes às da moeda tradicional. A questão era outra: sendo impossível controlar a conversão de M_4 em M_1 , o crescimento de M_4 aumentava necessariamente o fluxo potencial de M_1 . Esta interpretação dá sentido às afirmações de que não se estaria "cancelando direitos", mas sim buscando "ordenar seu exercício no tempo".

Aponta na mesma direção a cautela quanto aos leilões de conversão nas primeiras duas semanas, quando o elevado deságio que se esperava poderia levar ao cancelamento definitivo de boa parte do M_4 .³⁸ O artigo 18 da MP 168 permitia ao ministro da Economia alterar os prazos de retenção dos cruzados "ou autorizar leilões de conversão antecipada de direitos em cruzados detidos por parte do público, em função dos objetivos da política monetária e da necessidade de liquidez da economia". Uma semana depois de reabertos os bancos, o diretor de política monetária do BCB, Luís Eduardo Assis, embora reconhecendo nos leilões uma alternativa para o caso de acentuada insuficiência de liquidez, afirmou que não iria antecipá-los, pelo temor de se configurar "uma forte transferência de renda privada para o setor público" caso a intensa procura inicial prevista levasse a um deságio muito grande (*Gazeta Mercantil*, 24-26/3/1990, p. 3). Dias mais tarde,

³⁸ A partir do começo de abril a cautela pode ser atribuída às crescentes desconfianças quanto ao nível de liquidez, como se discute no capítulo 2).

o secretário-executivo do Ministério da Economia, Eduardo Teixeira, declarava não poder anunciar a data do leilão: "Nossa idéia é de que existem formas mais adequadas de injetar liquidez, porque a gente terá o controle mais setorial. (...) O leilão é uma forma de injetar liquidez que a gente prefere deixar como uma solução (...) mais para a frente" (*Folha de S. Paulo*, 5/4/1990, B6).

Pode-se analisar sob a mesma perspectiva a montagem do complexo mecanismo de convivência e compensação entre as duas moedas (cruzeiros e cruzados novos retidos), fonte de sérios problemas operacionais e de descontrole da emissão de cruzeiros (como se verá no Capítulo 2). Se o objetivo fosse um corte drástico do M_4 (ou um forte imposto de capital), teria sido mais correto impor o alongamento compulsório dos títulos por um prazo muito longo (como na Argentina dois meses antes) e criar instrumentos de monetização mais genéricos e discricionários (como na Alemanha de 1948).

Nas palavras de Zini (1993, p. 217), duas alternativas melhores para o Plano Collor "teriam sido a criação de um instrumento financeiro novo de longo prazo, ou um bloqueio mais demorado dos depósitos, com um sistema de leilões servindo como meio de desfogo para os que estivessem mais necessitados de liquidez. Os leilões imporiam um prêmio pela liquidez e reduziriam o valor da dívida interna". Pode-se concluir que propostas desse tipo não foram encaminhadas justamente porque o objetivo maior não era o corte de M_4 , e sim recuperar o controle sobre sua conversão em M_1 .

A terceira divergência sobre os objetivos do bloqueio aparece em Bresser Pereira e Nakano (1991b). Para eles, o objetivo maior das medidas era obter um ajuste fiscal drástico e imediato. Sustentam inclusive que, do ponto de vista estritamente monetário, a equipe econômica do novo governo poderia ter aguardado e decidido realizar o bloqueio apenas no caso de ele se tornar de fato necessário.

Referindo-se ao período anterior ao choque, afirmam: "O debate em torno de uma moratória da dívida interna girava em torno de duas questões: o tamanho da dívida e seu prazo de vencimento" (p. 96). A dívida interna, embora crescente, não seria tão grande, mas o peso dos juros era muito pesado. Ainda assim, "o verdadeiro problema com a dívida do governo era o prazo de vencimento muito curto (...). Este

fato foi apresentado como um segundo argumento em favor de uma moratória interna. De fato, os agentes econômicos poderiam decidir transformar em consumo ou investimento os seus ativos financeiros líquidos no momento em que cessasse sua valorização nominal. Mas isto era apenas uma possibilidade, não uma necessidade. Após o congelamento de 1987, não houve fuga do mercado de dinheiro em direção aos ativos reais. Os custos e riscos de tal fuga são muito altos. Se ela ocorre como em 1989, por medo da hiperinflação e de uma moratória interna, o custo e o risco de comprar ativos reais sobrevalorizados são muito altos. Na realidade, nessas circunstâncias o grau de liberdade dos agentes econômicos em relação a seus portfólios é pequeno. Tendo isto em mente, um grupo de economistas - entre os quais nos incluímos - recusou a idéia de uma moratória interna como primeiro passo. Não apenas porque a medida era muito arriscada (uma política sem retorno), mas especialmente porque poderia ameaçar a credibilidade do Estado e a confiança nas instituições financeiras. Se, após a decisão de um ajuste fiscal e de um novo congelamento, os agentes econômicos comesçassem a desfazer-se de seus ativos financeiros, causando um aumento indesejável e descontrolado da demanda agregada, mesmo com a adoção de uma política monetária rígida, embora convencional (taxa de juros alta), seria possível acrescentar a moratória interna ao programa de estabilização" (p. 97).

Sendo assim, perguntam, por que se acabou fazendo "uma moratória interna tão radical? (...) se o problema era a possibilidade de os agentes econômicos se desfazerem de seus ativos financeiros, a moratória poderia ser decidida num segundo momento, desde que aquela possibilidade se materializasse. Estamos convencidos, entretanto, de que as razões fundamentais que levaram as novas autoridades econômicas a decidir pela moratória eram diferentes. Confrontaram-se com a impraticabilidade de um ajustamento fiscal drástico num período de tempo muito curto. (...) Esta é a verdadeira lógica da moratória interna" (p. 98-99). O objetivo maior do bloqueio, portanto, seria a viabilização do ajuste fiscal, que não poderia ser obtido com rapidez de outra forma.

Contudo, se Bresser Pereira e Nakano estivessem certos as medidas do plano deveriam ter fisionomia distinta. Se o objetivo maior fosse o

ajuste fiscal e não o controle da monetização, o bloqueio da liquidez poderia ter se limitado aos títulos federais e às aplicações neles lastreadas (*overnight* e fundos³⁶), excluindo cadernetas de poupança e depósitos bancários. Pelo menos não se justificaria a imposição de limites de saque tão estreitos nas cadernetas de poupança e depósitos à vista, em que o benefício fiscal resultante era certamente bem menor que o desgaste político e social. Da mesma forma, se o objetivo maior fosse fiscal, deveria ter prevalecido um tratamento mais rigoroso dos títulos públicos, em termos de retenção mais longa e maior redução do estoque, como na proposta de IOF "cavalar". A tese da preponderância do objetivo fiscal, portanto, não explica as características que o bloqueio de fato apresentou.

A redução do endividamento interno do setor público vinha sendo promovida de forma persistente e eficaz nos anos anteriores, com uma sequência de medidas que desvalorizavam dívidas e fundos, em geral pela subestimação da correção monetária ou pela imposição de redutores para sua aplicação em determinados momentos (Zini, 1993, p. 318-324). É admissível argumentar que a meta fiscal do Plano Collor poderia ser atingida com um feriado bancário mais longo, suprimindo-se a correção monetária devida nestes dias, juros mais baixos na segunda quinzena de março e alíquotas de IOF mais elevadas (talvez com alguma progressividade), dispensando-se o bloqueio de haveres financeiros e todas as suas conseqüências e implicações.

Não se pretende afirmar que não houvesse objetivos fiscais entre as medidas de março de 1990. Estavam presentes e foram contemplados de maneira bastante eficaz, pois o estoque da dívida sofreu redução expressiva. O que se defende é que os objetivos fiscais não foram os determinantes da opção pelo bloqueio nem da configuração que assumiu. "No diagnóstico do Plano Collor o problema central não era a incapacidade do governo de honrar sua dívida, mas o excesso de liquidez em poder dos agentes econômicos" (Simonsen, 1995, p. 111).

Vale destacar ainda que o documento de Belluzzo e Almeida (1990) trata da questão de modo pelo menos ambíguo. Embora afirmando que a

³⁶ *Overnight*: compra de títulos pelo aplicador, com a instituição financeira vendedora assumindo compromisso de recomprá-los, quase sempre com preço e data fixados; aplicação em fundos: compra de cotas de carteira de títulos, administrada por instituição financeira, com regras de composição definidas e alta participação de papéis federais.

reforma proposta não deve pretender o cancelamento puro e simples de títulos da dívida pública nem a ruína dos seus titulares, os autores questionam a legitimidade destes títulos, que davam lastro à riqueza privada a um custo muito alto para a sociedade: "Convém lembrar que este é o preço que a sociedade brasileira vem pagando para que as decisões passadas de acumulação de riqueza privada sejam presentemente legitimadas na ausência dos padrões que são adequados às economias capitalistas para a avaliação dos valores patrimoniais" (p. 69). Mais adiante, na sua proposta de reforma monetária incluem o pagamento de um *capital levy* entre as opções para desbloqueio de saldos retidos.

1.4 ANTECEDENTES DO BLOQUEIO NO DEBATE ECONÔMICO BRASILEIRO

A formulação da proposta de bloqueio da liquidez foi influenciada pelo debate econômico brasileiro dos anos oitenta por três vertentes principais. A primeira discutia os dilemas da política monetária e do ritmo de remonetização em programas antiinflacionários nas condições da época, sob influência das análises sobre o fracasso dos choques heterodoxos³⁷, especialmente o Plano Cruzado³⁸. A segunda destacava as implicações da elevada liquidez dos haveres financeiros, a chamada moeda indexada, tida como obstáculo insuperável para qualquer política monetária, "ortodoxa" ou não, pelas dificuldades colocadas para o controle da oferta de moeda e por transformar os juros altos em fator de aumento da liquidez. A terceira enfatizava o rápido crescimento da dívida mobiliária interna e seu precário esquema de refinanciamento diário no mercado monetário, questionando a necessidade de medidas excepcionais para frear este crescimento, a natureza destas medidas e as implicações que elas poderiam trazer.

As três questões apresentavam relativa independência entre si e o debate econômico tratava cada uma delas seguindo motivações e ênfases distintas, da mesma forma que formuladores de políticas econômicas e autoridades que as implementavam.

³⁷ Para uma discussão mais ampla sobre as tentativas de ajuste heterodoxo no Brasil, ver Baer (1993, p. 119-167); sobre programas heterodoxos em geral nos anos oitenta, ver Kiguel e Liviatan (1991) e Arida (1986); sobre os três choques heterodoxos do governo Sarney, ver Modiano (1989).

³⁸ Sobre o Plano Cruzado, ver Casarço e Ramos (1988), Bodin de Moraes (1990 a e b) e Marques (1988).

O Plano Collor procurou enfrentar o conjunto formado pelas três questões, e não apenas uma ou outra.³⁹ Partindo da impossibilidade de se fazer política monetária efetiva sem eliminar a moeda indexada, mas aceitando que não seria possível desmontar a indexação de um só golpe, sob risco de fuga em massa dos aplicadores, suspendeu a liquidez dos haveres financeiros para ordenar a remonetização e devolver ao ECB as condições para controlar a oferta de moeda, tudo sem que fosse necessário recorrer aos juros excepcionalmente altos que agravavam os problemas da dívida pública. Ficaria assim afastado o risco de se impor algum tipo de cancelamento ou consolidação a longo prazo dos títulos públicos, pois estariam criadas as condições para reorientar (para o investimento e a produção) os recursos que vinham financiando estes títulos. Estes recursos deixariam assim de ser moeda indexada, não pelo fim das regras de indexação, mas por estarem se recompondo as condições "normais" do mercado monetário, em particular, e do mercado financeiro, em geral.

O interesse pelos problemas da política monetária nos planos de estabilização foi muito estimulado pela crise do Plano Cruzado. Ainda antes de configurado plenamente seu malogro, difundiu-se a avaliação de que as dificuldades resultavam dos juros baixos, atribuídos a uma motivação populista e eleitoreira do governo Sarney, pela proximidade do pleito estadual de novembro de 1986. Nos anos seguintes, análises mais cuidadosas evidenciariam que os problemas eram bem mais difíceis do que se supunha de início,⁴⁰ superando-se duas avaliações simplistas sobre o tema. A primeira era de que toda monetização indicaria leniência e uso inadequado dos instrumentos de política monetária,⁴¹ em especial a taxa de juros e o controle do crédito. A segunda era de que o nível dos juros e o ritmo de crescimento da base monetária não

³⁹ De forma simplificada: o Plano Cruzado ignorou os problemas do ritmo de monetização; o Plano Bresser aceitou a indexação e procurou aperfeiçoá-la; o Plano Verão desconsiderou os problemas da dívida pública.

⁴⁰ "Com a queda súbita da inflação, a demanda por moeda tende a elevar-se de forma considerável. Caso as autoridades monetárias não permitam a rápida remonetização da economia haverá forte pressão recessiva, já que as taxas de juros reais sofrerão grande aumento. (...) A decisão a respeito da velocidade de remonetização da economia (...) não é trivial (...). No caso de economias como a brasileira, com severas restrições à aquisição de ativos financeiros estrangeiros, o excesso de liquidez tende a manifestar-se pressionando a demanda agregada" (Bodin de Moraes, 1990b, p. 33-34).

⁴¹ Esta visão aparece claramente em Gianetti da Fonseca (1991). Atacando duramente a equipe econômica de Zélia Cardoso de Mello depois do Plano Collor II, o economista trata em bloco a expansão de M_1 de 2.035% em 1990, desconsiderando as peculiaridades do período de remonetização depois do bloqueio.

teriam relevância maior para a estabilização, tese que predominou no Plano Cruzado, pelo menos na sua fase inicial.

A remonetização rápida e intensa é inevitável quando se estabilizam os preços depois de um período de inflação muito alta, em que o público reduziu ao mínimo sua demanda pela moeda em depreciação. Uma vez recuperada a confiança, recompõe-se de imediato a demanda pela moeda antes rejeitada (ou pelo novo padrão monetário que tenha sido criado). Este processo não é um problema por si mesmo. Permite ao governo retomar a emissão de moeda, substituindo a onerosa colocação de dívida pública ou o uso de dinheiro estrangeiro como substituto da moeda nacional, além de indicar confiança do público na estabilização. O problema é se o aumento da demanda por moeda provoca ou permite um aumento exagerado da demanda por bens e serviços, estoques e ativos de risco, gerando pressões inflacionárias e movimentos especulativos que inviabilizem a estabilização.

A tendência de rápida remonetização em tais circunstâncias não é um fenômeno original, como demonstrado em programas de estabilização na Europa dos anos vinte⁴² e quarenta⁴³ e em episódios recentes, como o Plano Cavallo argentino⁴⁴ e o Plano Real.⁴⁵

O questionamento sobre os possíveis efeitos inflacionários do rápido crescimento da oferta de moeda foi respondido muitas vezes na linha de que a elevação da demanda do público por saldos monetários seria reflexo de maior confiança na moeda, pelo fato de passar a ter

⁴² No seu conhecido artigo sobre as estabilizações européias dos anos vinte, Sargent (1982, p.54) destaca a intensidade com que subiu a emissão de moeda no período seguinte ao fim da hiperinflação e a dificuldade para se explicar a manutenção da estabilidade dos preços apesar deste vigoroso crescimento da base monetária. Referindo-se à Áustria, comenta: "From August 1922, when the exchange rate suddenly stabilized, to December 1924, the circulating notes of the Austrian central bank increased by a factor of over 6. The phenomenon of the achievement of price stability in the face of a sixfold increase in the stock of 'high-powered' money was widely regarded by the contemporaries as violating the quantity theory of money, and so it seems to do. However, these observations are not at all paradoxical when interpreted in the light of a view which distinguishes sharply between unbacked, or 'outside', money, on the one hand, and backed, or 'inside', money, in the other hand".

⁴³ A monetização foi bastante rápida após a reforma monetária alemã de 1948, seguindo-se uma retomada da inflação e diversas medidas restritivas (Emmer, 1955; Dall'Acqua, 1990, p. 150). Llach (1990, p.28) aponta que "la remonetización de la economía fue muy importante" nas hiperestabilizações por ele classificadas como de tipo I (na sequência de guerras e regime de economia mista), entre as quais inclui três casos dos anos quarenta: Grécia, Hungria e Taiwan.

⁴⁴ De março de 1991, quando se anunciou a conversibilidade plena do austral, até dezembro seguinte, a base monetária cresceu 80,6% e o M₁, 118,6% (Fanelli, Frenkel e Rozenwurcel, 1992, p.37).

⁴⁵ A estabilização boliviana em meados dos anos oitenta representa uma exceção notável, com monetização pouco expressiva apesar da queda abrupta da inflação (Kiguel e Liviatan, 1992, p. 12-13).

lastro ou de se ter recuperado a confiança no emissor.⁴⁶ A confiança indicaria que a demanda crescente seria acompanhada por igual movimento na retenção dos saldos monetários adicionais pelo público, com o que se reduziria sua velocidade de circulação. Em suma, haveria apenas a reversão do movimento em sentido contrário provocado na fase anterior pela inflação elevada.⁴⁷

A experiência brasileira não confirmava esta visão otimista. A correlação entre remonetização acelerada e pressões sobre os preços foi logo percebida. O Plano Bresser já incluiu medidas para tratar do problema, como se verá adiante, e as avaliações sobre o Plano Cruzado passaram a destacar o papel da política monetária em programas de estabilização. Tratava-se de estipular uma meta para a remonetização e o ritmo mais adequado para alcançá-la, mas não havia indicações claras sobre como definir a meta nem sobre quais os procedimentos mais adequados para assegurar que o ritmo ideal fosse respeitado.

A utilização de referências anteriores para se fixar um volume de monetização desejável, como sugeria a intuição mais imediata, estava comprometida pelo extenso período de inflação elevada decorrido antes do Plano Cruzado. Passados mais de dez anos com inflação acima de 40% ao ano, as práticas financeiras e os hábitos do público tinham sofrido mudanças consideráveis e não era possível estimar com segurança qual seria a demanda de moeda "normal" com preços estáveis.⁴⁸ Diante de tais restrições, definir uma meta de expansão monetária em um plano de estabilização brasileiro seria um procedimento arbitrário, pouco mais que um artifício para reforço de credibilidade. A ênfase numa política monetária "apertada" após o choque não seria mais que uma recomendação

⁴⁶ Para a crítica da tese de que o fator decisivo teria sido a "mudança de regime", ver Bodin de Moraes (1988) e Franco (1988). Na estabilização alemã de 1923 persistiam dúvidas sobre o sucesso do programa e a solidez de seus fundamentos, e a estabilização da taxa de câmbio teria sido o fator decisivo de fato. No programa alemão de 1948 a demanda por moeda cresceu rapidamente e sua velocidade de circulação também, devido à baixa propensão a reter saldos monetários, fruto das experiências hiperinflacionárias dos alemães e da desconfiança quanto ao sucesso do programa (Lutz, 1949, p. 137).

⁴⁷ Uma interessante exposição dos debates sobre esta questão na crise inflacionária alemã do início dos anos vinte está Bresciani-Turroni (1989, p. 71-94).

⁴⁸ Carneiro e Goldfajn (1991, p. 209) vão mais longe: "A simples analogia com outros países, ou com outras épocas para o mesmo país, é pobre demais para a avaliação das necessidades de monetização". A experiência de outros programas com bloqueio da liquidez aponta no mesmo sentido. O Plano Bonex, decidido às pressas e bastante rigoroso, não evitou um surto hiperinflacionário pouco mais de trinta dias depois. Na Alemanha de 1948, apesar de o programa ter sido preparado com bastante antecedência e prolongadas discussões, havia grande insegurança quanto aos limites de conversão afinal aplicados, com opiniões divididas entre a possibilidade de serem muito estreitos, gerando tendência depressivas, ou excessivamente frouxos, dando lugar a pressões inflacionárias (Emmer, 1955, p. 56; Lutz, 1949, p. 129).

de cautela: manter os juros altos, frear a expansão do crédito, acompanhar as sinalizações dos mercados e fazer os ajustes necessários de acordo com o estado das expectativas. Dito de outra forma: dosar o ritmo da remonetização, mantê-la sob controle e ir avançando quase que por tentativa e erro.⁴⁹

O controle do fluxo de monetização, porém, enfrentava obstáculos consideráveis, a começar pela liquidez imediata da quase totalidade dos haveres financeiros, pois a principal via para a monetização era a iniciativa do público de convertê-los em M1. A conversão poderia ser feita sem custos e a qualquer momento, pois estava assegurada pelas condições contratuais das aplicações.⁵⁰ A menos que se suspendesse ou alterasse de forma unilateral este direito, seria preciso encontrar formas de estimular os depositantes a manter seu dinheiro aplicado.

A taxa de juros seria o instrumento óbvio para isto. O obstáculo imediato, porém, era definir o juro nominal que seria percebido como um nível de juro real suficiente para viabilizar o efeito desejado. Dados o nível prévio de inflação, a persistência da indexação informal e a desconfiança quanto à inflação futura, era muito difícil definir o juro nominal adequado. O risco de errar por excesso era temido pelos prováveis efeitos recessivos, ou até deflacionários. A reflexão sobre os planos fracassados mostrou que as dificuldades eram mais amplas.

Juros nominais muito altos criavam um poderoso efeito-riqueza⁵¹, aumentando o potencial de gasto dos detentores de haveres financeiros,

⁴⁹ A tentativa de Giambiagi (1989, p. 13-16) de quantificar o espaço não-inflacionário para a remonetização no Brasil, utilizando dados de 1980 a 1988, levou à conclusão de que "a recomendação de política monetária derivada daqueles números não é totalmente clara, pelo fato de uma mesma taxa de expansão da moeda ser compatível com dois cenários de inflação totalmente diferente entre si". Desta forma, "uma certa taxa de variação da quantidade de moeda não pode ser considerada um indicador suficiente de qual será a taxa de inflação, posto que esse impacto dependerá de como se comporte a velocidade da moeda e, portanto, da inflação esperada". Como esta depende das expectativas de ajuste fiscal, caso este "não seja 'crível' desde o primeiro momento do plano, a política monetária terá que ser apertada até que os agentes passem a confiar na consistência do mesmo e, com a redução da perspectiva de inflação, a velocidade de circulação da moeda diminua, abrindo espaço para o financiamento não-inflacionário da emissão".

⁵⁰ A argumentação de Pastore (1991, p. 159-165) sobre o papel negativo da zeragem automática e os esperados benefícios de sua extinção não se aplicaria nestas circunstâncias: dada a pressão do público para monetizar suas aplicações, os bancos reduziram sua demanda por títulos públicos mesmo com o BCB oferecendo juros muito elevados, como se demonstrou no Plano Real, anos mais tarde.

⁵¹ Segundo Bacha (1995, p.21-22), a política monetária no Plano Real procura fixar a taxa de juros em níveis "adequados" para manter a demanda privada sob controle. Porém, "mudanças nas taxas de juros parecem ter um impacto limitado: por um lado, o efeito-substituição exerce um fator contracionista sobre a demanda privada; por outro, o efeito-riqueza exerce um fator expansionista sobre a mesma. O último ocorre porque o setor privado como um todo é um credor líquido, enquanto

Quadro 4 Principais medidas monetárias do Plano Cruzado (março 1986)

A formulação básica do Plano Cruzado não incluía a necessidade de uma política monetária ativa. Não houve medidas específicas para controlar a remonetização e não se procurou usar a taxa de juros ou outros instrumentos para interferir nas atitudes e expectativas dos agentes econômicos após o congelamento de preços.

Acreditava-se que a queda da inflação e dos juros nominais permitiria o equacionamento quase espontâneo dos principais problemas de natureza monetária e fiscal. Bastaria manter os juros em nível baixo e constante e acompanhar os movimentos do mercado à distância. Como o déficit público seria essencialmente de natureza financeira, a queda dos juros teria efeito benéfico, somando-se aos ganhos obtidos pelo pacote fiscal do fim do ano anterior e pelo aumento de arrecadação por conta do aquecimento da economia, outro fator que reforçava a política de juros baixos e estáveis. Quanto à dívida pública, a esperada monetização (pelo fim da corrosão inflacionária sobre o M_1) permitiria o resgate de parcelas expressivas de seu estoque. Ao mesmo tempo, os juros baixos no curtíssimo prazo e a continuidade do crescimento iriam estimular a demanda por crédito, com o progressivo desenvolvimento de operações com prazos mais longos.

O BCB praticamente tabelou os juros mensais do overnight em 1,27% ao mês (taxa diária de 1,8% ao mês), cerca de 16,3% ao ano (compatível com a rentabilidade média dos títulos federais em poder do mercado, em torno de 16,5% a 17% ao ano além da correção monetária). Os juros foram elevados ligeiramente apenas em junho.

A indexação de títulos financeiros passou a ser permitida apenas para prazos superiores a 360 dias, com exceção das cadernetas de poupança, que teriam crédito trimestral de juros e correção monetária (antes do plano era mensal). As Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional - ORTN foram transformadas em Obrigações do Tesouro Nacional - OTN, com correção monetária anual (era mensal).

Os títulos prefixados emitidos antes do choque deveriam sofrer redução do seu valor nominal no momento da liquidação através da "tablita", um deflator que visava abater do valor final a parcela dos juros que supostamente correspondia à estimativa de inflação embutida no momento da negociação.

Em maio foram criadas as Letras do Banco Central - LBC, com rendimento igual aos juros do overnight, o que reduzia bastante os riscos de perdas para as instituições que carregassem posições para financiamento diário. Com isto, haveria redução drástica do custo de financiamento da dívida pública, limitado agora ao deságio inicial e ao pequeno juro real que se pretendia pagar no overnight. Haveria também maior flexibilidade para o BCB na administração das taxas de juros de curto prazo, pois não afetariam as instituições que carregavam as LBC.

Em outubro foram criados os Fundos de Curto Prazo, ao portador ou nominativos, os quais deveriam destinar pelo menos 40% de suas carteiras para aplicações em LBC. A criação destes fundos sinalizou a derrota final das tentativas do Plano Cruzado no sentido de alongar os prazos das operações financeiras.

Fonte: Carvalho (1992, p. 135-141).

o qual podia ser exercido assim que estes concluíssem que chegara o momento de queda dos juros reais (como demonstrado no Plano Verão). A especulação sobre qual seria este momento era inevitável, pela percepção de que o custo fiscal era um obstáculo suficiente para a manutenção prolongada dos juros muito elevados. Além disto, os juros nominais muito altos, ou iniciativas de aumentá-los em algum momento, podiam ser interpretados como sinal de desconfiança do governo quanto à tendência da inflação.²²

o setor público é um devedor líquido, e porque a maior parte da riqueza financeira é remunerada por taxas de juros flutuantes de curto prazo e, portanto, não declina em valor quando a taxa de juros aumenta".

²² Comparando o Plano Cruzado com outros programas heterodoxos da época, Bodin de Moraes (1990b, p. 44) afirma: "Além da preocupação de não explicitar uma taxa de inflação esperada positiva, o desejo de fazer um programa de estabilização neutro do ponto de vista distributivo também contribuiu para que as taxas de juros nominais caíssem mais rapidamente que

O outro instrumento óbvio para "ordenar" a remonetização seria o controle da expansão do crédito, através da imposição de recolhimentos compulsórios sobre o crescimento dos depósitos nos bancos ou através de limites para suas operações ativas. Restrições muito rígidas nesta área, contudo, poderiam acarretar sérios problemas para os bancos,³³ já às voltas com a perda dos ganhos inflacionários (como ocorreria no Plano Real, em 1994-95). Este teria sido um motivo ponderável para não se terem adotado restrições ao crédito no Plano Cruzado (Mendonça de Barros, 1993, p.15).³⁴

Dada a persistente retração dos fluxos voluntários de capitais externos nos anos oitenta, a insensibilidade do movimento de capitais internacionais ao nível dos juros domésticos impedia que a elevação do seu patamar tivesse como contrapartida um aumento das reservas do BCB que pudesse reforçar positivamente as expectativas quanto ao sucesso da estabilização. Por fim, não havia possibilidade de se absorver a monetização e a pressão de demanda por meio de um superávit fiscal (seja pela privatização, seja por corte de despesas correntes ou elevação de receita tributária), ainda mais com a pressão decorrente da alta dos juros.

A formulação inicial do Plano Cruzado não considerava a tendência de remonetização e a definição dos juros como desafios particularmente complexos. O contexto político estimulava a opção pelo crescimento econômico rápido e a desconfiança quanto a propostas que lembrassem a "ortodoxia" dos anos anteriores³⁵, o que era reforçado por diversos

na Argentina e em Israel". Meses depois, quando cresciam os sinais de excesso de demanda, "o aumento da taxa de juros foi interpretado como um simples reflexo de que a expectativa do governo para a taxa de inflação havia se elevado e o impacto sobre a demanda agregada foi desprezível".

³³ Na sua proposta de estabilização por meio de uma moeda indexada, Arida e Lara Resende (1986, p. 26) advertem para a necessidade de dosar as medidas de controle monetário até que os bancos consigam se adaptar à nova situação.

³⁴ No programa alemão de 1948, a rápida expansão do crédito foi decisiva para o aquecimento excessivo da demanda e o retorno das pressões inflacionárias (Lutz, 1949, p. 129). Apesar das evidências de que estariam ocorrendo tais problemas, contudo, medidas restritivas só seriam adotadas meses depois, possivelmente pelas preocupações das autoridades de facilitar a recuperação da grande indústria, o setor que mais havia sido penalizado na fase anterior, pelas suas dificuldades de operar nos mercados ilegais (Emmer, 1955, p. 57).

³⁵ A forte elevação dos juros em julho-agosto de 1985 para conter a aceleração inflacionária acabou precipitando a queda do ministro da Fazenda, Francisco Dornelles, e do presidente do BCB, Antônio Carlos Lemgruber, tidos como representantes da "ortodoxia" no primeiro ministério do governo Sarney (montado ainda em vida do presidente eleito Tancredo Neves). O novo ministro da Fazenda, Dílson Funaro, forte crítico das políticas "ortodoxas", subiu ao cargo com um discurso voltado para o crescimento e reuniu em torno de si a equipe que preparou o Plano Cruzado nos meses seguintes. Observe-se que, em texto desta época, dois membros destacados da equipe argumentavam que a elevação dos juros em julho-agosto de 1985, argue não tinha efeito antiinflacionário (Arida e Lara-Resende, 1986, p. 28).

Quadro 5 Principais medidas monetárias do Plano Bresser (junho 1987)

Dos três choques do Governo Sarney, o Plano Bresser foi o menos ambicioso, talvez por conta da conjuntura difícil em que surgiu. O colapso do Plano Cruzado, inteiramente explícito no início de 1987, provocou uma grave crise financeira em muitas empresas, incapazes de arcar com a brusca elevação das taxas de juros e a queda nas vendas. O problema ameaçava provocar uma grave crise bancária e o governo criou linhas de refinanciamento de emergência. Havia também grave crise cambial, com o encolhimento do saldo comercial e a moratória da dívida externa em fevereiro.

Além de enfrentar este quadro preocupante, os formuladores do plano queriam evitar a repetição dos alegados erros do Plano Cruzado, entre eles a prática de juros reais baixos ou negativos, a insistência na meta de inflação zero, o desmantelamento prematuro das formas de indexação aceitas pelo mercado e a despreocupação com a taxa de câmbio. Assim, anunciou-se o propósito de eliminar a inflação inercial, mas sem pretender inflação zero, bastando reduzi-la a níveis baixos. Foram estabelecidas regras para a saída do congelamento dentro de um prazo muito curto, no máximo 90 dias, e manteve-se a indexação ou correção monetária dos salários, preços e contratos, inclusive operações financeiras, com a criação da Unidade de Reajuste de Preços - URP.

O BCB sinalizou juros reais expressivos para os meses seguintes, com o artifício de "repor" aos aplicadores as perdas acumuladas na primeira quinzena de junho: o vetor de preços concentrou os aumentos ocorridos até a data do choque, de forma a produzir taxas de inflação "limpas" de efeitos estatísticos do período anterior, mas a correção das LBC (ou seja, as taxas *overnight*) ao longo da primeira quinzena de junho não incorporou este vetor.

Até o fim de junho, o *overnight* (LBC) acumulou 18%, contra 26,1% da inflação oficial. O BCB, contudo, deixou claro que esta diferença seria reposta nos meses seguintes, com juros muito acima da inflação pós-plano. Assim, quem deixasse o dinheiro aplicado teria condições de recuperar suas perdas. O artifício não seria estendido à correção cambial (que acumulava 27,6% em junho, devido à desvalorização decretada no próprio momento do choque), de forma que interessava aos exportadores antecipar o fechamento dos seus contratos, pois o câmbio permaneceria constante.

De junho a setembro, as LBC (*overnight*) acumularam variação de 50% e o câmbio de 50,9%, produzindo ganhos reais anualizados de 8,4% e 10,4%, respectivamente, diante da inflação (Índice de Preços ao Consumidor - IPC) acumulada de 46% no período, incluindo o vetor.

Em outubro, o *overnight* e o câmbio voltaram a acompanhar de perto a inflação e se introduziu importante aperfeiçoamento do sistema de indexação: a correção diária das OTN.

Fonte: Carvalho (1992, p.141-145).

aspectos das concepções que orientavam os idealizadores do Cruzado⁸⁸. A percepção da gravidade do problema ocorreu de imediato, mas só houve medidas mais duras meses depois, lentidão explicada não apenas pelas motivações político-eleitorais do governo, mas também pelas concepções iniciais da equipe e por alguns problemas que não estavam previstos de início. A timidez da primeira elevação dos juros em maio-junho, por exemplo, deveu-se em boa medida às preocupações com o efeito de taxas elevadas no *overnight* sobre os bancos que carregavam papéis do governo

⁸⁸ Apresentando sua proposta de reforma monetária com moeda indexada, Arida e Lara-Resende (1986, p.29-30) defendiam a convergência dos juros domésticos para os níveis externos e recomendam cautela no controle da expansão monetária para evitar o risco de deflação. Para Bodin Moraes (1990b, p. 42-43), nas discussões sobre a noção de inflação inercial e relativas ao desenho de um programa de estabilização para lidar com esta situação específica, pouca ou mesmo nenhuma atenção foi dada à política monetária. Quando [esta] é mencionada de forma explícita, seu papel é no mínimo extremamente obscuro. Marques (1988, p.114) vai na mesma linha: "A ausência de diretrizes para as políticas monetária e fiscal corroborava a tese de que não existiam pressões de demanda".

com valor de face congelado até março seguinte (Quadro 3). A opção foi trocar os papéis pelo novo título indexado aos juros *overnight*, as Letras do Banco Central - LBC, o que acabou sendo um passo decisivo no aperfeiçoamento da moeda indexada, como se discute adiante.

Nas discussões sobre o fracasso do Cruzado, as questões ligadas ao ritmo da remonetização e ao nível das taxas de juros passaram a uma posição destacada,²⁷ como se evidenciou já no Plano Bresser (junho de 1987). Ao anunciar o novo choque, o ministro Bresser Pereira foi muito claro: "Mantendo-se a indexação dos ativos financeiros, principalmente da caderneta de poupança, que continua absolutamente garantida, não há o perigo de se repetir o que ocorreu com o Cruzado — uma enorme corrida para ativos reais não-financeiros, para ações, imóveis e estoques. (...) Não permitiremos taxas de juros negativas, para evitar a especulação com mercadorias, estoques e outras formas de riqueza" (Bresser Pereira, 1987). Além de manter a indexação, o plano enfatizou os juros altos, mas criando o mecanismo de "retardamento" da correção monetária para reduzir o efeito sobre o Tesouro (ver Quadro 5).

O malogro sucessivo dos dois choques e o enfraquecimento político do governo estimularam o retorno a uma política antiinflacionária mais convencional, voltada para controlar os preços gradualmente, sem choques nem surpresas, logo denominada de "feijão-com-arroz", pela sua pretendida simplicidade.²⁸ A reaceleração inflacionária no início do segundo semestre reacendeu o debate e as especulações sobre um novo choque. Depois de tentativas de celebrar alguns acordos de preços com o setor privado nos meses finais do ano, apresentados como início de um pacto social a ser negociado progressivamente,²⁹ o governo anunciou o novo choque na primeira quinzena de janeiro, o Plano Verão.

O expediente usado no Plano Bresser foi acionado de novo, mas com taxas de juros excepcionalmente elevadas. Resultou daí intenso efeito riqueza e forte movimento especulativo. Os aplicadores queriam acertar

²⁷ Para Simonsen (1995, p. 110), "o calcanhar-de-aquiles de todos os choques heterodoxos foi o descuido na administração da demanda, geralmente fruto de alguma falha de diagnóstico". No Cruzado, para ele o equívoco teria sido a idéia de que os juros nominais podiam ser idênticos aos juros reais anteriores sem causar problemas, ignorando-se que as expectativas de inflação eram maiores que zero.

²⁸ Sobre a política monetária em 1988, ver Ferreira (1990, p.20-28).

²⁹ Em debates reservados e conversas informais, membros da equipe do então ministro Mailson da Nóbrega admitiram que tais negociações não passavam de um expediente para ganhar tempo e evitar especulações quanto ao novo choque que estava sendo preparado em segredo.

Quadro 6 Principais medidas monetárias do Plano Verão (janeiro 1989)

O último choque do governo Sarney surgiu no ano final de uma administração bastante fragilizada e desgastada, inclusive pela frustração das tentativas anteriores de derrubar a inflação. Porém, a equipe econômica decidiu promover novo choque, estimulada pelo fracasso da política gradualista do ano anterior, pela expectativa de poder controlar o déficit público com estabilidade de preços e pela aposta de que o crescimento regular da inflação nos meses anteriores, apesar do patamar elevado, estaria indicando a existência de um razoável alinhamento dos preços relativos. Voltava a idéia de que seria possível derrotar a inflação de um golpe, desde que se evitassem os erros das tentativas anteriores. Nesta classificação agora se incluía não apenas o "erro palmar" do Cruzado na questão dos juros reais baixos, mas também o suposto erro do Plano Bresser de não ter eliminado a indexação formal também de um golpe.

Coerente com esta visão, o novo choque reeditou o mecanismo do Plano Bresser para manter juros reais muito altos durante o congelamento de preços sem onerar o Tesouro, ao lado da supressão drástica das regras de indexação vigentes. Ficou evidente para o mercado financeiro que os juros altos representavam apenas uma compensação pelas perdas do momento inicial do choque e declinariam mês a mês, inclusive pela impossibilidade de mantê-los tão altos por muito tempo, dado o seu custo para o Tesouro. Com isto, generalizou-se entre os detentores de haveres financeiros a especulação sobre o momento adequado para posicionar-se em ativos reais, de forma a aproveitar os preços ainda baixos antes de ocorrer a "fuga" generalizada que se acreditava ser inevitável. Um movimento muito forte neste sentido acabou acontecendo em maio/junho, estimulando o violento salto da inflação naqueles dois meses.

Nas primeiras semanas de janeiro (até o choque, em 13/01/89), os juros overnight foram de 13,13%; o câmbio (com os 16,41% do momento do choque), desvalorizou-se 32,1%; a correção das OTN (convertidas em Bônus do Tesouro Nacional - BTN) foi de 12,19%; e a inflação oficial de janeiro (IPC/IBGE) ficou em 70,28%, devido ao vetor de preços. Para estimular os detentores de ativos financeiros a manter suas aplicações e recuperar a "diferença frente à inflação", o BCB reabriu os mercados em 18/01/89 pagando juros diários médios de 25% ao mês nas LFT, queda modesta frente aos 37% ao mês da semana anterior. Com isto, o overnight rendeu 8,7% nos dez dias úteis até 31/01/89 e fechou o mês com 22,97%, ainda muito abaixo da inflação oficial, mas com sinalização clara de que a diferença seria repostada nos meses seguintes pela política agressiva de juros reais, a que teria direito também as cadernetas de poupança. Para os exportadores, a indução a antecipar o fechamento do câmbio era clara, pois este permaneceria congelado ou tendo correções muito próximas da inflação. No período de cinco meses de janeiro a maio de 1989, o IPC (inflação oficial) acumulou 120,8%, as LFT (overnight), 118,9%, o câmbio, 52,4%, e a correção das OTN/BTN, 45,5%; incluindo junho, 175,6%, 178,7%, 100,8% e 81,6%, respectivamente.

Ao contrário do Plano Bresser, porém, o Plano Verão tomou outras providências para desestimar a "fuga" dos aplicadores e o aumento do consumo e da especulação com ativos reais e de risco. O recolhimento compulsório sobre os depósitos à vista dos bancos foi elevado para 100% sobre o crescimento verificado a partir do choque. O crédito bancário não poderia exceder o valor nominal de 31/12/88 (com exceção das operações do BNDES e de leasing). Ficaram proibidas as operações indexadas com prazo inferior a 90 dias e extinguíram-se as indexações diárias.

Com o valor das OTN congelado em NCz\$ 6.922,46 (apenas 12,19% sobre o valor de 30/12/88, quando só a inflação oficial de janeiro atingira 70,28%), aplicações e valores indexados a OTN sofreram violenta desvalorização real. Os detentores de CDB pós-fixados tiveram perdas expressivas, inclusive aqueles que correram para estes papéis às vésperas do choque, quando os bancos, desconfiados ou sabedores de que haveria algum expurgo ou congelamento de correção monetária, elevaram bastante os juros oferecidos por estes títulos, mas não a ponto de compensar o "tamanho" da inflação efetivamente não-incluída na correção até o choque. Isto tudo dificultou bastante o retorno dos CDB pós-fixados mesmo depois que a correção monetária voltou a seguir a inflação, a partir de 01/03/89. O "trauma" acabaria sendo esquecido ao longo do segundo semestre do ano, pelo temor de perdas ainda maiores nos títulos federais. Junho marcou a inflexão final do Plano Verão. Restabeleceu-se a indexação diária, com o chamado BTN fiscal (15/06/89), cuja variação deveria ser descontada dos rendimentos de aplicações financeiras para a incidência do imposto de renda.

Fonte: Carvalho (1992, p. 145-149)

o momento em que os juros cairiam para sacar rapidamente seus recursos e formar posições em ativos reais e dolarizados antes que seus preços

disparassem. Acabou ocorrendo uma "fuga" de proporções nunca vistas no Brasil, levando a um salto assustador da inflação em abril-maio.⁴⁰ A resposta da equipe econômica foi a remontagem do "feijão-com-arroz", agora num contexto marcado pela aproximação das eleições presidenciais e a desconfiança generalizada de que o novo governo poderia ser levado a fazer "alguma coisa" para bloquear ou restringir a liquidez dos haveres financeiros, mais especificamente dos títulos federais.

A comprovação empírica e a mensuração dos efeitos da monetização acelerada enfrenta sérios obstáculos. Mudanças em agregados monetários registram o ritmo e a intensidade da monetização, mas nada informam diretamente quanto a seus efeitos sobre mercados e preços. Um caminho para fazê-lo seria a análise do volume de transações na economia, por meio das transações feitas através dos bancos, mas não há dados suficientes. Outro caminho é analisar o comportamento de mercados de bens reais e de ativos de risco, para onde deveria estar se dirigindo boa parte do aumento da demanda.⁴¹ Um exercício dessa natureza sobre os choques do governo Sarney (Carvalho, 1992, p. 149-165)⁴² mostrou a ocorrência destes efeitos no Cruzado e no Plano Verão. A exceção do Plano Bresser deve ser relativizada devido a suas peculiaridades, que favoreciam uma transição mais suave para a inflação baixa: as regras de indexação foram mantidas, não se difundiram expectativas de inflação zero, a economia vinha em nítida tendência recessiva e havia uma grave crise de crédito em andamento.⁴³

⁴⁰ A inflação de março a junho de 1989 mostrou um ritmo de aceleração desconhecido no país, pelo menos nas décadas anteriores. No IGP-DI, as taxas foram de 4,23%, 5,17%, 12,76% e 26,76%, respectivamente. No INPC, 5,90%, 8,06%, 16,67% e 29,40%. O câmbio reagiu com mais lentidão de início: 0,0%, 3,20%, 11,72% e 31,74%, sempre de março a junho.

⁴¹ Enfatizando a necessidade de se monitorar atentamente a evolução do grau de confiança dos agentes econômicos durante as fases iniciais de um plano de estabilização, Giambiagi (1989, p.15) sugere que isto seja feito "através de um acompanhamento sistemático da evolução dos mercados especulativos, tipicamente o dólar *black*, o mercado de ações e os mercados de ativos reais, como carros, gado e imóveis".

⁴² O exercício procurou medir os efeitos do aumento da demanda por meio de indicadores de mercados de risco e de preços de ativos reais. Nas suas recomendações para a condução da política monetária em planos de estabilização, Giambiagi (1989, p. 15) propõe este mesmo caminho para se aferir o grau de confiança do público na sustentação do plano e na meta de inflação baixa.

⁴³ A afirmação de Bresser Pereira e Nakano (1991b, p. 97) de que "após o congelamento de 1987 não houve uma fuga do mercado de dinheiro em direção aos ativos reais" não faz referências às peculiaridades do segundo choque do governo Sarney. Para Giambiagi (1989, p. 7), a remonetização menos intensa no Plano Bresser e também no Plano Verão pode ser creditada aos efeitos de inovações financeiras, sem fazer referências aos efeitos dos juros muito elevados dos primeiros meses do Plano Verão nem às peculiaridades do Plano Bresser.

Podem ser reunidas em dois grandes blocos as interpretações para a correlação entre remonetização acelerada, aumento da demanda e pressões inflacionárias após a queda brusca da inflação no Brasil.

O primeiro bloco trabalha com os efeitos da abrupta redução dos juros nominais sobre as expectativas dos detentores de ativos financeiros. A sinalização de juros reais expressivos não seria capaz de eliminar o problema, por uma série de motivos. Para uma parcela importante do público, o juro real sinalizado seria irrelevante, pois o juro nominal muito mais baixo que antes tornaria bem mais atraente a satisfação de demandas de consumo reprimidas há muito tempo. Esta tese de "ilusão monetária" foi muitas vezes argüida de forma depreciativa, como demonstração de ignorância. Porém, mesmo para segmentos de maior qualificação intelectual, após uma desinflação abrupta permanece uma grande desconfiança sobre qual o nível de juros reais implícito nas taxas nominais praticadas, devido à expectativa de volta da inflação e de que esta volta só será informada pelos índices de preços em um momento seguinte.⁶⁴ Deve-se lembrar ainda que a redução acentuada dos juros nominais diminui muito o custo de oportunidade para quem assume posições especulativas ou atende demandas de consumo.

Daí resulta a virtual impossibilidade de definir a taxa de juros adequada para o período imediatamente posterior à queda da inflação. Taxas avaliadas como baixas estimulam a desconfiança de que não cobrem a inflação corrente, mas o mesmo pode ocorrer se forem avaliadas como altas demais, como sendo de fato um reconhecimento oficial de aceleração inflacionária. No caso de taxas pós-fixadas, níveis muito elevados podem gerar desconfianças sobre a capacidade do indexador de refletir de fato a inflação corrente (e não a do período de coleta de preços do índice adotado, por exemplo).

O segundo bloco enfatiza o forte impacto distributivo da súbita estabilização dos preços e a tendência de aumento imediato do consumo. A renda real da maioria da população cresce de forma muito intensa com o fim do imposto inflacionário⁶⁵ e a demanda reprimida pelos anos de

⁶⁴ "Na medida em que um programa de estabilização baseado no congelamento de preços sempre corre o risco de fracassar, a taxa de inflação esperada em geral mantém-se acima da taxa observada" (Bodini de Moraes, 1990b, p. 41).

⁶⁵ O Plano Cruzado teria provocado "uma total inversão dos mecanismos de mediação do conflito distributivo que caracterizava a economia brasileira até fevereiro de 1986" (Camargo e Ramos, 1988, p. 17).

alta inflação reforça a elevada propensão a consumir da grande massa de pessoas pobres. A memória das experiências passadas aconselha a "comprar logo", antes que os preços subam e os produtos desapareçam, e estimula o endividamento, pois o retorno da inflação, tido como certo, desvalorizará as prestações e elevará os salários.

A tendência de rápida retomada do crédito ao consumidor amplifica os efeitos destes fenômenos. Além da simples possibilidade matemática de voltar a oferecer prestações prefixadas (juros nominais muito altos aproximam o valor das prestações do preço à vista), pesa decisivamente para a ampliação da oferta de crédito o interesse das instituições financeiras de ampliar com rapidez as operações de crédito. Para os grandes bancos, a perda dos elevados ganhos permitidos pela alta inflação é significativa, em especial porque suas estruturas operacionais estavam voltadas para disputar e ampliar estes ganhos.⁶⁶ Todos estes movimentos tendem a reforçar-se mutuamente e ampliar o efeito expansionista inicial, como se verificou com nitidez no Plano Cruzado e no Plano Verão, e também no Plano Real.

Há ainda outras explicações, envolvendo movimentos e efeitos mais localizados. A primeira delas é de que, conscientes da possibilidade de um rápido deslocamento de parcela expressiva do grande estoque de haveres financeiros de alta liquidez, os detentores de ativos reais e de risco tendem a elevar seus preços de imediato, antecipando-se ao esperado aumento da demanda. Pode-se mesmo estimular assim o interesse por estes ativos e gerar novas altas, numa reação em cadeia (seria o caso da espetacular elevação dos preços das ações no primeiro pregão das bolsas após o anúncio do Plano Cruzado e nas semanas seguintes). A segunda explicação é de que as aplicações financeiras indexadas funcionariam como um *hedge* contra a variância dos preços relativos em situações de alta inflação, o qual se tornaria desnecessário com a perspectiva de estabilidade dos preços, liberando estes recursos para outros usos (Simonsen, 1991, p.124). A terceira é de que a inflação alta provoca muita incerteza quanto à renda real e induz as pessoas a poupar mais por precaução, o que diminui muito com a confiança na estabilidade (Bacna, 1995, p. 23).

⁶⁶ Para uma análise destas questões com destaque para o período posterior ao Plano Real, ver Carvalho (1995).

Vale destacar que o problema reapareceu no Plano Real, anos depois. A base monetária saltou de R\$ 3,2 bilhões no final de junho de 1994, quando entrou em circulação a nova moeda, para R\$ 13,3 bilhões no fim de novembro e R\$ 17,7 bilhões um mês depois, enquanto o M_1 pulou de R\$ 7,5 bilhões para R\$ 17,9 bilhões e R\$ 23,1 bilhões no mesmo período.⁴⁷ O ritmo foi tão intenso como no Plano Cruzado⁴⁸ e também foi seguido por forte expansão da demanda agregada. No caso do Real, a explosão da demanda foi atendida em boa parte pelo aumento das importações, estimuladas pela liberalização do comércio exterior e pelo câmbio valorizado, seguindo-se rápida e intensa reversão da balança comercial. E mesmo as duras medidas restritivas iniciais (como o recolhimento compulsório de 100% sobre o crescimento dos depósitos à vista) não impediram um forte aumento da oferta de crédito pelos bancos, provocando uma escalada de novas restrições até abril seguinte, as quais contribuíram bastante para a onda de inadimplências de empresas e indivíduos e para a grave crise bancária que eclodiria em 1995 (Carvalho, 1995).

Em artigo recente, porém, Bacha (1995, p.17-18), um dos principais formuladores do Plano Real, procura negar a existência do problema, ou reduzir sua importância. No subtítulo "Estabilização sem Congelamento de Ativos Financeiros", resume muito bem o problema aqui discutido. Depois de descrever o sistema monetário peculiar que se formara no país, "em que se remunerava a moeda, no seu conceito amplo, a uma taxa mantida mais ou menos constante, em termos reais, pelo Banco Central" e em que "uma elevação no nível de preços domésticos traduzia-se imediatamente no aumento similar do estoque de moeda no seu conceito amplo", Bacha afirma que "esta característica do sistema monetário levou vários autores a acreditar que o Brasil teria de lidar com o problema de 'liquidez excessiva' para implementar um programa de estabilização. O argumento era que uma parada súbita no processo

⁴⁷ Banco Central do Brasil, Nota para a Imprensa, 23.11.1995.

⁴⁸ Nos primeiros cinco meses do Plano Real (julho-novembro de 1994), a base monetária cresceu 315,6% e o M_1 , 138,7%; nos primeiros cinco meses do Plano Cruzado (março a julho de 1986), a base monetária cresceu 167,2% e o M_1 , 134,6%. A comparação entre estes números deve ser relativizada por uma série de fatores, entre os quais o nível prévio de inflação bem mais alto no Real (cerca de 40% ao mês, contra algo em torno de 15% ao mês em média antes do Cruzado). A expansão mais modesta do M_1 no Real, por outro lado, pode ser atribuída às duras medidas de controle da expansão do crédito bancário, em especial os recolhimentos compulsórios sobre aumentos de depósitos a partir de 30/6/1994.

inflacionário não seria crível, principalmente em vista do fracasso de vários esforços de estabilização anteriores, ainda que o orçamento operacional do governo estivesse temporariamente equilibrado. Desta forma, a moeda doméstica só manteria sua credibilidade se as taxas nominais de juros continuassem num patamar muito elevado, o que significava que o déficit nominal do setor público (que alimentava a oferta de moeda no seu sentido amplo) continuaria elevado, mesmo que o déficit operacional estivesse equacionado. Em tais circunstâncias, a queda da inflação, induzida, por exemplo, por um congelamento de preços e salários, só poderia ser temporária, porque a oferta de moeda no conceito amplo continuaria a crescer a uma taxa rápida. Acreditava-se também que uma redução súbita da taxa nominal de juros causaria uma fuga da moeda doméstica, gerando uma pressão substancial no mercado de câmbio e colocando em risco o programa de estabilização. Este raciocínio levava à conclusão inevitável de que a supressão da liquidez dos fundos de curto prazo era um ingrediente necessário ao sucesso de um programa de estabilização no país. O Plano Collor I sintetizara tal raciocínio ao decretar (...) que 75% de todas as contas de curto prazo seriam bloqueadas por um período de 18 meses e que apenas os 25% restantes ficariam disponíveis com liquidez imediata. O Plano Real (...) optou por uma linha diferente de ataque ao problema".

Depois de procurar estabelecer as condições para zerar o déficit operacional, a equipe que elaborou o Plano Real procurou "conquistar a confiança da população na promessa de estabilização 'sem choque, sem congelamento e sem confisco', repetida *ad nauseam* pelo ministro da Fazenda e sua equipe: fazer apenas o que foi anunciado e anunciar apenas o que seria feito. Este esforço de relações públicas foi realizado com convicção, pois a equipe econômica sabia que era uma oportunidade única de implementar uma reforma monetária sem os traumas provocados por um seqüestro de ativos financeiros. Isto só foi possível graças ao grande volume de reservas internacionais acumuladas desde 1992, que, no momento da conversão monetária, 30/6/1994, somavam US\$ 40,1 bilhões no conceito de caixa, correspondentes a 12,5 vezes a base monetária e a 62% do estoque de moeda em conceito amplo (papel-moeda e depósitos à vista mais dívidas federal, estaduais e municipais

detidas pelo público), (...) suficiente para prover a nova moeda de uma forte linha de defesa" (Bacha, 1995, p.17-18).

O que se conclui destas palavras é que a ameaça de remonetização descontrolada era vista como muito séria e foi levada na devida conta na formulação do plano, só tendo sido possível evitar um "seqüestro" porque o quadro cambial era excepcionalmente favorável. Logo em seguida, porém, depois de reconhecer que "a estratégia de permitir (...) uma conversão voluntária da dívida interna a taxas de juros de mercado foi muito mais onerosa em termos orçamentários do que a alternativa de forçar um alongamento compulsório do prazo da dívida a taxas de juros fixas", Bacha (1995, p. 19) afirma que "isto se refere ao problema de 'fluxo' fiscal, e não ao problema de 'estoque' monetário enfatizado na literatura sobre a 'liquidez excessiva'", mas sem esclarecer a que estoque monetário e a que literatura se refere.

Voltando ao debate econômico do período anterior ao Plano Collor, é possível que Bacha esteja se referindo a um conceito específico de estoque monetário muito discutido naquele momento: o volume crescente de haveres financeiros com alta liquidez, designado cada vez mais comumente como moeda indexada, à medida que as aplicações do público se concentravam em ativos que ofereciam liquidez imediata sem perda de rendimentos (*overnight* e fundos). Os agentes econômicos ficavam assim em condições de reagir com muita rapidez e contundência às políticas de estabilização de preços, alterando a qualquer momento sua demanda por bens e serviços e por ativos reais e de risco⁴⁷. Diante do quadro de restrições externas, um ponto muito sensível era que a liquidez dos exportadores permitia-lhes escolher o momento adequado para fechar negócios e oferecer as divisas no câmbio comercial. Quando um destes momentos de retração coincidia com maior demanda do público por ativos em moeda estrangeira, o aumento de suas cotações era tido como indicador de crise cambial iminente, deteriorando as expectativas e precipitando movimentos especulativos que facilmente colocavam o ECB em sérias dificuldades para defender a taxa de câmbio.

⁴⁷ Consideram-se como ativos reais aqueles bens que possam representar reserva de valor: isóveis, estoques de produtos acabados ou de matérias-primas ou bens intermediários (desde que acumulados intencionalmente), bens de consumo duráveis (especialmente automóveis), linhas telefônicas, objetos de arte. Ativos de risco incluem ações, ouro, moedas estrangeiras, posições especulativas em mercados futuros e, em alguma medida, participações em outras empresas.

O ponto de partida desse debate foi o contínuo crescimento dos haveres monetários indexados a partir do final dos anos setenta, à medida que se ampliava a percepção de risco cambial e de inflação em alta. Os efeitos negativos das tentativas de manipular indexadores ou de prefixá-los (como em 1980) contribuiu para aperfeiçoar o sistema de indexação. O BCB passou a vincular informalmente a taxa do *overnight* à correção monetária, de modo a reduzir bastante o risco de prejuízos de instituições financeiras que mantinham carteiras de títulos públicos a serem financiadas diariamente com recursos captados no *overnight*.⁷⁰ Ampliou-se assim a discussão sobre as práticas operacionais que o BCB empregava havia anos, em especial a garantia de financiamento diário das carteiras de títulos em poder do mercado, a custos razoáveis, conhecida como zeragem automática.⁷¹

Dessas duas discussões resultou o conceito de moeda indexada: ativos financeiros de curtíssimo prazo, com indexação garantida (formalmente ou não) e liquidez assegurada pelo BCB, reunindo portanto o atributo de liquidez plena (a custo desprezível ou nulo) com uma proteção confiável contra a desvalorização inflacionária.⁷²

A necessidade de manter sob controle a massa de moeda indexada, "dinheiro financeiro", evitando seu brusco redirecionamento para outros mercados, passou a ser vista como um enorme constrangimento à ação do BCB. O temor de "fuga" dos aplicadores em ativos financeiros (ou seja, sua transformação em moeda e em gasto) imobilizava a política monetária e cambial, ao mesmo tempo que se mostrava impossível romper a rígida indexação dos haveres financeiros e dos contratos. Para impedir a "fuga", não restaria ao BCB outra conduta além de oferecer juros reais significativos aos aplicadores, evitando ao mesmo tempo oscilações dos juros nominais e reais para não

⁷⁰ Entre 1982 e 1984, o BCB passou a balizar os juros nominais do *overnight* pela expectativa da correção monetária no próprio mês (a correção do valor das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional - ORTN) mais um juro mensal de aproximadamente 1,5%. Como a variação das ORTN havia sido informalmente indexada ao IGP-DI, da FGV, e este só era conhecido por volta do dia 10 do mês seguinte, eventuais "erros" na taxa do *overnight*, para mais ou para menos, eram compensados no mês seguinte, de forma a igualar over e correção das ORTN acumulada nos três meses anteriores.

⁷¹ A zeragem automática consiste na prática do BCB de vender ao mercado um volume de títulos superior à média diária de financiamento disponível, comprometendo-se a recomprar diariamente os títulos que excedam os recursos captados pelos bancos, de forma a evitar prejuízos. Para a discussão dos efeitos e implicações, ver Capítulo 3.

⁷² Sobre o conceito de moeda indexada e suas implicações, ver Mendonça de Barros (1993), Moura da Sila (1979), Tavares (1983), Zini Jr. (1993), Pastore (1991).

estimular movimentos especulativos. Daí teria resultado a imobilização da política monetária, voltada para estabilizar os juros, ficando o controle da moeda como objetivo secundário.

Para garantir a estabilidade dos juros, o BCB tinha de atuar por meio das taxas dos títulos públicos federais, e não apenas devido à sua grande participação no total de haveres financeiros. A elevada liquidez dos agentes econômicos era acompanhada por reduzida demanda de crédito⁷³, o que dificultava a elevação dos juros apenas pela aplicação de outros instrumentos de política monetária (empréstimos de liquidez, recolhimentos compulsórios).⁷⁴ Assim, a política de juros altos era paga no essencial pelo Tesouro e este ônus era percebido como indicador seguro de que o BCB em algum momento teria que recuar para não agravar as dificuldades fiscais de forma insuportável.

Ao mesmo tempo, na administração dos juros o BCB era levado a indexar as taxas diárias do *overnight* às expectativas de inflação, buscando definir patamares previsíveis e relativamente constantes para os juros reais. Também os movimentos no mercado de câmbio se orientavam por uma comparação permanente entre a desvalorização diária da moeda no câmbio oficial e os juros pagos no *overnight* pelo BCB.

A avaliação de que o "dinheiro financeiro" era um obstáculo considerável à estabilização orientou a opção do Plano Cruzado por uma ampla desindexação dos ativos financeiros (Quadro 3). O congelamento do valor das DRTN, porém, implicava que qualquer elevação expressiva dos juros diários traria prejuízos elevados para as carteiras de DRTN financiadas diariamente pelos bancos no mercado. Criaram-se então dois importantes aperfeiçoamentos da moeda indexada: as Letras do Banco Central - LBC, títulos cuja rentabilidade era a própria taxa média do *overnight*, e os fundos de curto prazo.

A criação das LBC facilitava bastante ao BCB a administração dos juros diários, pois reduzia os riscos dos bancos que financiavam carteiras de títulos públicos com captação diária de recursos às taxas de juros correntes. Porém, operações de dívida pública e de política

⁷³ Sobre a redução da demanda por crédito na primeira metade da década de 1980, ver: Almeida, Júlio S.G. (org). "Evolução e Impasses do Crédito". São Paulo, IESP/Fundap, Relatório de Pesquisa nº 4, 1987.

⁷⁴ Argumenta-se aqui que, diante da menor dependência das empresas em relação ao crédito bancário, medidas tendentes a limitar a capacidade de empréstimo dos bancos teriam efeitos bastante reduzidos em termos de elevação das taxas de juros, o que restringia de forma significativa o alcance das medidas de política monetária.

monetária ficavam ainda mais misturadas, sem fronteiras. As LBC se mantinham praticamente como o único título público negociado ativamente em mercado até o Plano Collor. A partir de 1987, passaram a ser de emissão do Tesouro Nacional, com o nome de Letras Financeiras do Tesouro (LFT).

Os fundos de curto prazo, com rendimento diário e possibilidade de saque imediato sem ônus, deixaram as aplicações com liquidez diária ao alcance de uma significativa parcela do público que antes não tinha acesso ao *overnight*. Até então, muitos bancos não aceitavam aplicações por um dia para valores reduzidos, ou pagavam por elas taxas abaixo da média diária do *overnight*. O pequeno aplicador precisava ainda ficar sempre atento à reaplicação do seu dinheiro, para evitar "enganos" (como a não-reaplicação do dinheiro às sextas-feiras), obrigando-se a ir à agência bancária todo dia ou a realizar demorados telefonemas. Com os fundos, tudo ficava bem mais prático e mesmo recursos reduzidos passavam a receber juros diários quase idênticos à média do *overnight*. Sob o estímulo da concorrência entre as instituições e da preocupação do BCB com a "fuga" dos aplicadores, os procedimentos operacionais dos fundos foram sendo continuamente simplificados.

Os tumultos que marcaram a crise do Plano Cruzado (inadimplência generalizada no setor produtivo, ameaça de grave crise bancária, crise cambial) provocaram o restabelecimento da indexação, aperfeiçoada pelo Plano Bresser com a criação de dois novos instrumentos. A Unidade de Reajuste de Preços - URP teria vida curta, limitando-se a orientar a saída do congelamento. A correção monetária diária, contudo, veio para ficar, inicialmente na forma de BTN-fiscais (correção diária do valor dos Bônus do Tesouro Nacional - BTN), criados a princípio para tornar mais fácil a tributação das operações financeiras.

Depois do "feijão-com-arroz" de 1988, em janeiro de 1989 o Plano Verão tentou novamente eliminar a indexação num golpe, com resultados desastrosos. Os problemas gerados pela subestimação da correção das OTN em janeiro levaram à prolongada rejeição dos títulos pós-fixados. Os juros prefixados, porém, apresentavam riscos crescentes, à medida que a inflação se acelerava em ritmo nunca visto no país. Os papéis pós-fixados voltaram a ter demanda, mas pagando um prêmio de risco e

contando com o estímulo adicional da desconfiança crescente quanto aos títulos públicos e ao *overnight*.

A resposta do BCB ao longo do segundo semestre de 1989 foi admitir a indexação dos juros do *overnight* às expectativas de inflação corrente e não mais à inflação passada, expressa nos índices de preços divulgados no final de cada mês. O *overnight* passou a confirmar a expectativa de elevação contínua dos níveis inflacionários, o que foi entendido como sinal de colapso do sistema de indexação⁷⁸.

Este virtual colapso não tornava mais fácil eliminar a indexação. A lição dos choques não era animadora. As tentativas de suprimir as regras de indexação de um golpe seguiram-se restaurações apressadas, a cada vez com instrumentos mais amplos. No caso de um novo plano de estabilização, os problemas iriam se repetir. Havendo um choque, seria muito difícil defender juros prefixados, por mais altos que fossem. Um programa de natureza gradualista deveria prefixar os juros segundo um índice qualquer, pois a indexação *a posteriori* pela inflação corrente poderia desmoralizar as metas fixadas. Se a prefixação desagradasse os aplicadores, poderia ser inviabilizada pela "fuga" em massa, com pressões insuportáveis sobre os preços. A alternativa de suprimir as regras de indexação e fixar uma meta de expansão monetária bastante rígida era vista como muito arriscada. Temia-se a instabilidade das taxas de juros, o risco de uma grave crise bancária e, mais uma vez, a possibilidade de saque em massa de recursos do sistema financeiro. Reforçava-se assim a idéia de que, para estabilizar os preços e desindexar a economia, era indispensável bloquear ou ao menos reduzir a liquidez das aplicações financeiras.

Os problemas ligados à dívida pública interna mobiliária estavam diretamente associados à questão da moeda indexada, mas esta ligação não era considerada de forma unânime no debate da época, e em geral não era levada na devida conta.

Quase a totalidade da dívida era formada por títulos financiados diariamente no *overnight*. Os aplicadores tinham direito ao resgate em

⁷⁸ "A aceleração da inflação de um mês para o outro foi de tal ordem que o conceito de juro real nas operações de *open* virou uma abstração. A necessidade de colocar as taxas diárias do *open* em linha não mais com a inflação do mês anterior, mas sim com a inflação ou expectativa de inflação corrente, praticamente destruiu a operacionalidade do sistema. O cupom dos títulos indexados ao *over* passou de 200% ao ano, na tentativa de acomodar uma inflação que se acelerava a uma taxa de 15% ao mês" (Mendonça de Barros, 1993, p. 18).

dinheiro, garantido por acordos de recompra legalmente firmados pela instituição financeira que acolhia sua aplicação. Como praticamente não havia compradores voluntários dos títulos por prazos superiores a alguns dias, os papéis eram vendidos pelo BCB aos bancos, que tomavam recursos diariamente no mercado para financiá-los. A dívida era o lastro da moeda indexada: "Este é o problema central da dívida mobiliária: ela confere liquidez isoladamente para cada agente da economia. A dívida serve, assim, de mecanismo de propagação inflacionária, pois dá os meios econômicos (poder liberatório) para que as expectativas inflacionárias sejam transferidas aos preços e respaldadas pelo mercado. Deixa também aberta a possibilidade de fuga para ativos reais. Por estas razões, esta dívida flutuante inviabiliza a sustentação dos programas de estabilização ao tornar o financiamento cronicamente inatável, dependente do estado das expectativas de curto prazo" (Zini, 1989d, p. 42-43).

Os vínculos entre a dívida e os problemas do controle da liquidez não eram o aspecto mais focado. O debate público em geral tratava da dívida em si mesma, seu tamanho, ritmo de crescimento e condições de rolagem, concentrando-se na análise das possibilidades de ocorrer uma moratória ou alongamento compulsório do prazo de vencimento dos papéis. A exceção de Zini (1989 a-d), tais hipóteses eram apresentadas não como propostas de política econômica desejáveis, mas como riscos decorrentes das dificuldades de se manter o financiamento da dívida.

No debate sobre a dívida mobiliária, dois blocos de opiniões eram identificados. O primeiro sustentava que não era demasiado grande o total de títulos federais em poder do público, cerca de 15% a 20% do PIB de acordo com as estimativas correntes ao longo de 1989. A partir deste dado básico, técnicos ligados ao governo sustentavam não haver risco de descontrole (Guimarães, 1989). Para Werlang (1989) o risco era real, mas apenas porque os temores de uma moratória poderiam levar à fuga dos aplicadores, temores que já vinham dificultando e encarecendo a rolagem da dívida (Marques e Werlang, 1989). Para eles, se o novo governo assumisse um compromisso claro de honrar o pagamento de seus títulos e adotasse medidas de austeridade fiscal, o problema do endividamento interno poderia ser equacionado sem medidas especiais.

Quadro 7 A proposta de Zini Jr. para fundar a dívida pública

-
- a) Conversão compulsória de toda a dívida em títulos de dez anos, com 5% de juros ao ano e amortização a partir do oitavo ano.
 - b) Criação de tributo específico que arrecadasse US\$ 3 bilhões por ano (sugere-se tributo sobre bens imóveis ou adicional sobre o IR), com garantias do Congresso de que os recursos seriam destinados apenas à amortização.
 - c) Criação de fundo de amortização: capital inicial de US\$ 3 bilhões a US\$ 5 bilhões em divisas (crédito de governos ou agências, ou reservas do país) e mais US\$ 5 bilhões de ações de estatais; com rendimento médio de 8% ao ano e reaplicação regular, em dez anos haveria recursos suficientes para amortizar a dívida em poder do público. Os títulos em carteira do BCB seriam consolidados com a securitização da dívida externa.
 - d) Os novos títulos não teriam correção monetária, formando uma âncora nominal na economia e sendo garantidos pelas reservas em dólar e ações de empresas do fundo de amortização.
 - e) O fundo de amortização teria diretoria independente do Poder Executivo.
 - f) Da dívida existente no momento do plano, 10% seriam transformados em moeda de imediato, prevendo-se a possibilidade de mais 5% caso se verificasse crescimento muito grande da demanda por moeda.
-

Fonte: Zini (1989a, p. 55-56)

O segundo bloco era pessimista quanto à natureza do endividamento interno e suas perspectivas. Três problemas sérios eram apontados, com diferentes ênfases: o crescimento rápido nos últimos anos, em especial nos primeiros meses de 1989; o tamanho muito elevado em relação ao total de haveres financeiros; as precárias condições de financiamento e o encurtamento progressivo dos prazos, com a rolagem diária de quase todo o estoque garantida pelo apoio do BCB às instituições financeiras que carregavam os títulos (Mendonça de Barros e Goldenstein, 1989; Bodin de Moraes, 1989; Dgasavara, 1989).

Dentro deste bloco, porém, apenas Zini (1989 a-d) apresentava de público uma proposta de consolidação e alongamento compulsório do prazo de vencimento da dívida interna. "A dívida pública traz quatro problemas: seu tamanho, seu custo, seu perfil e seu crescimento" (Zini, 1989a, p. 49-50),⁷⁶ o que tornava a situação insustentável, com reflexos nocivos sobre as finanças públicas e sobre qualquer tentativa de estabilização monetária. Propunha então a consolidação compulsória de toda a dívida mobiliária em papéis de dez anos de prazo (Quadro 7); "Fundar uma dívida significa estender os prazos de um endividamento flutuante de curto prazo, tornando-o de longo ou longuíssimo prazo,

⁷⁶ Num texto posterior, Zini (1993, p.300) enfatiza que a comparação do total da dívida com o PIB seria enganosa, porque "a comparação relevante é entre dívida e capacidade de pagamento. A razão entre a dívida federal e a receita tributária não-vinculada (isto é, menos as transferências e vinculações constitucionais) é 3; maior que na Itália e na Holanda, dois dos países europeus mais endividados".

dando em troca maiores garantias de pagamento. O objetivo básico da medida é desafogar as finanças públicas, evitando o repúdio da dívida" (Zini, 1989a, p. 54).

Apesar da caracterização dos vínculos entre dívida pública, moeda indexada e obstáculos à política monetária, a proposta de Zini (1989a) é pouco precisa quanto às implicações práticas deste entrelaçamento.

A consolidação deveria ser obrigatória ("Não há a possibilidade de conversão voluntária ao sabor do mercado. A hipótese mais provável (...) seria a fuga em massa para ativos físicos", p. 57) e alcançar os investidores finais, implicando o bloqueio das suas aplicações com lastro em títulos públicos. A forte contração da liquidez resultante seria atenuada pela liberação de 10% dos recursos retidos e pela formação de um mercado secundário de títulos da dívida fundada, além de que os depósitos bancários e as cadernetas não seriam atingidos.

As cadernetas de poupança e depósitos a prazo não entrariam no bloqueio. Haveria apenas uma restrição, tida como suficiente para impedir o saque generalizado dos recursos: retiradas feitas nos seis meses seguintes não teriam direito à correção monetária dos dois meses anteriores ao programa. Não há referências ao fato de que boa parte dos recursos de depósitos a prazo e de poupança eram aplicados pelos bancos em títulos públicos (forte movimento neste sentido iria ocorrer nos trinta dias antes da posse do governo Collor, ver capítulo 2).

A liberação de 10% dos recursos retidos, podendo chegar a 15%, tinha como referência uma estimativa de base monetária de 4% a 5% do PIB, como em países "com estabilidade monetária" (Zini, 1989d, p. 56). Supunha-se então que o restante da moeda indexada aplicada em títulos públicos não envolvia capital de giro das empresas e que elas poderiam operar sem estes recursos, ou valendo-se apenas dos CDB e da liquidez obtida pela venda de seus papéis de dez anos no mercado secundário, não se prevendo mecanismos para saque de parcelas dos recursos retidos, nem mesmo para atendimento de obrigações imediatas, pagamentos de impostos e dívidas de curto prazo. A suposição parece ser de que a maior parte da dívida pública era financiada com recursos diferentes dos que as empresas utilizavam no seu dia-a-dia; ou seja, a maior parte da moeda indexada seria formada por recursos especulativos

e poupança, e não por capital de giro das empresas e moeda propriamente dita, retida por motivos de transação e precaução.

Neste sentido, a fundamentação da proposta de Zini (1989a) tinha alguns importantes elementos em comum com a proposta de Belluzzo e Almeida e com o Plano Collor. O enfoque estava concentrado na dívida pública, porém, e não no controle da liquidez, embora os dois elementos estivessem presentes. As lacunas apontadas na proposta de Zini podem ser atribuídas justamente ao fato de que ela priorizava a consolidação da dívida, e não o enfrentamento dos três problemas em conjunto, como o Plano Collor pretendia fazer, e não conseguiu.⁷⁷

⁷⁷ É provável que o autor viesse a tratar melhor deste conjunto de problemas depois de discussões mais amplas. As críticas aqui expostas concentram-se especificamente no texto dado a público antes do Plano Collor e que foi parte dos debates daquele momento.

Capítulo 2

O DESCONTROLE INICIAL, O SUCESSO APARENTE E A DERROTA

A tentativa de estabilização com bloqueio da liquidez durou seis meses. Estava derrotada em meados de setembro, quando o BCB mudou bruscamente a política monetária e a política cambial, retomando na prática o regime característico dos anos de alta inflação que o Plano Collor pretendia eliminar.

Identificam-se dois períodos distintos nesta trajetória. O primeiro estendeu-se da implantação das medidas até meados de maio e foi marcado pela rápida remonetização e pela volta da inflação para o nível de 10% ao mês sessenta dias após o bloqueio, surpreendendo a equipe que elaborou o programa e a opinião pública. Passou-se do medo de uma recessão catastrófica para o temor de descontrole monetário e reaceleração da inflação. O segundo período começou em meados de maio, quando se anunciou uma nova política, dita "ortodoxa", com ênfase no controle da oferta de moeda e na supressão dos instrumentos típicos da convivência com a moeda indexada e com a inflação elevada. O abandono desta política, quatro meses depois, marcou o fim do segundo período e deu lugar a uma fase de acomodação que se estenderia até o anúncio de um novo programa de estabilização, no final de janeiro de 1991.

Este capítulo analisa a frustração dos objetivos do bloqueio da liquidez, em suas duas etapas. Para a avaliação do bloqueio enquanto política de estabilização, nas condições do Brasil de 1990, duas perguntas básicas devem ser respondidas.

A primeira pergunta diz respeito à incapacidade de se lograr o desejado controle da remonetização na primeira fase: o retorno rápido e desordenado da liquidez decorreu de erros de gerenciamento do plano ou de limitações inerentes a sua própria natureza?

A segunda pergunta diz respeito ao fracasso da política "ortodoxa" da segunda fase: apesar dos insucessos iniciais, o bloqueio teria recuperado as condições para o exercício da política monetária e não se conseguiu fazê-lo por problemas exógenos (choques externos, dificuldades políticas), ou o bloqueio de fato não conseguiu remover as restrições ao manejo dos instrumentos de política econômica que caracterizavam o período anterior?

O capítulo se divide em três seções. Na primeira se apresenta uma revisão dos indicadores de liquidez logo após o bloqueio, por meio dos quais se evidencia que a remonetização e a recomposição da liquidez ocorreram de forma rápida e imediata, atingindo magnitude considerável já na passagem de março para abril, três semanas depois do bloqueio.

A discussão da primeira pergunta é feita na seção 2.2, através da análise dos vários fatores de remonetização e de aumento da liquidez presentes nesta primeira fase do bloqueio. Conclui-se que os problemas decorreram principalmente de fatores inevitáveis, ligados ao próprio bloqueio, cabendo papel secundário aos erros de condução do programa e às pressões pelo relaxamento das medidas adotadas.

A seção 2.3 discute a segunda pergunta, concluindo que o bloqueio não conseguiu remover, ou pelo menos atenuar de forma significativa, as pesadas restrições que limitavam a eficácia da política econômica, especialmente da política monetária e da política cambial, e nem tinha como fazê-lo por si mesmo, pelos seus próprios efeitos.

2.1 INDICADORES DO NÍVEL DE LIQUIDEZ LOGO APÓS O BLOQUEIO

O nível de liquidez da economia contraiu-se bruscamente após o bloqueio dos haveres financeiros¹, mas recuperou-se com rapidez nas semanas seguintes. Esta é a conclusão sugerida não apenas pelo comportamento da base monetária e de M_1 , mas também por indicadores financeiros (juros e crédito) e do setor produtivo (indústria e comércio), além de preços de ativos de risco.

A virada de março para abril pode ser apontada como um momento decisivo:² rápida queda dos juros, sinais de recuperação das bolsas de

¹ Houve redução expressiva dos haveres financeiros não-monetários de liquidez imediata, embora não estejam disponíveis números referentes a cada um deles em 13/3, véspera do feriado bancário que antecedeu a posse do novo governo, e em 19/3, quando os bancos reabriram. Segundo a "Programação Monetária para 1990 e 1º Trimestre de 1991", enviada ao Conselho Monetário Nacional em 29/5/1990 (Folha de S. Paulo, 30/5/1990, B12), o bloqueio reduziu o M_2 de NCz\$ 4,24 trilhões em 13/3 para Cr\$ 1,4 trilhão em 19/3 (Cr\$ 3,15 trilhões em 30/3, Tabela 2).

² O papel-moeda em poder do público (Tabela 1) cresceu acima de 6% ao dia no início de abril (10,6% na sexta-feira 6/4). No dia 5 faltou numerário em agências bancárias. A vigorosa demanda por papel-moeda suscitou no BCB o receio de se esgotarem as cédulas existentes, com risco de pânico bancário. O Comunicado 2075 do BCB (6/4/1990) anunciou o lançamento da cédula de Cr\$ 5.000,00, com a efígie da República. A cédula de maior valor em 15/3/1990 era de Cr\$ 500,00 (efígie de Augusto Ruschi). A Resolução 1689 do BCB, art.9 (16/3/1990), previa para apenas 30/6/1990 o lançamento da cédula de Cr\$ 1.000,00 (Cândido Rondon), para 30/7/1990 a de Cr\$ 5.000,00 (Carlos Gomes) e para o fim do ano a de Cr\$ 10.000,00 (Vital Brazil). Ainda segundo o Comunicado 2075, a cédula de Cr\$ 5.000,00 com a República seria impressa "com características (...) simplificadas, de modo a permitir seu ingresso na circulação poucos dias após a edição das medidas do plano de estabilização econômica". Comentou-se na época que o uso da efígie da República foi a solução encontrada para imprimir

valores, consolidação do patamar mais alto no dólar paralelo, seguindo-se forte recuperação do comércio. Foram pagos naqueles dias os salários de março, corrigidos pelo Índice de Preços ao Consumidor (IPC) de fevereiro, 72,78% (esta correção foi considerada direito adquirido, pois o plano foi decretado depois do início de março). E as cadernetas de poupança com valor inferior a NCz\$ 50 mil (cerca de 83% das contas, com 19% do saldo total, ver seção 2.2.6), presumivelmente mais concentradas no início do mês, beneficiavam-se com o rendimento de 85,24% (IPC de março de 84,32%), passando a ser corrigidas a partir daí pelo BTN fiscal.

O vigoroso e imediato crescimento da base monetária e do M_1 atenuou bastante a redução do M_4 provocada pelo bloqueio dos haveres financeiros não-monetários (Tabelas 1 e 2).

O aumento rápido da oferta de moeda num quadro de queda brusca da inflação é previsível e até desejável, já que a maior demanda por moeda permite ao governo substituir seu passivo remunerado (títulos da dívida pública). O que estes dados informam por si mesmos, portanto, não vai além da constatação de que a base monetária e o M_1 cresceram com muita rapidez após o bloqueio. E é muito difícil estimar o tamanho ótimo da base monetária com preços estáveis depois de muitos anos de alta inflação e em meio a importantes mudanças operacionais no sistema financeiro e na economia em geral (seção 1.4). Assim, deve-se avaliar a expansão monetária naquele período a partir dos seus efeitos sobre os mercados em geral, tendo em conta os objetivos centrais do plano.

Um importante indicador é o rápido crescimento do crédito já nas primeiras semanas após o bloqueio, acompanhado por uma firme tendência de queda dos juros a partir do começo de abril. Pela estratégia adotada, seria favorável o aumento da demanda por empréstimos: bloqueada a liquidez excessiva, empresas e indivíduos não poderiam mais especular contra o BCB e teriam que se endividar até para gastos correntes; mantido o controle sobre a emissão de cruzeiros e a liquidez bancária, a alta dos juros moderaria a demanda por empréstimos, inibindo posições especulativas e aumento do consumo.

grande quantidade de cédulas com muita rapidez. A matriz com a República fôra elaborada no final do governo Sarney para viabilizar a impressão de grande número de cédulas com formato igual e valores diferentes, caso fosse necessário fazê-lo pela ocorrência de um surto hiperinflacionário.

Contudo, à medida que o crédito crescia os juros recuavam, a ponto de se verificarem taxas reais negativas em meados de abril (ver Tabelas 6 e 7). É certo que logo após o bloqueio os juros caíram menos do que seria de esperar com a radical mudança nas expectativas de inflação, mas o início de abril trouxe uma tendência de queda mais acentuada, acabando por se registrarem taxas reais negativas, embora o crédito continuasse crescendo com firmeza. Se os bancos puderam ampliar os empréstimos sem pressionar os juros é porque havia boa oferta de recursos para tanto.

Nos mercados de risco houve queda abrupta logo após o choque, mas os primeiros sinais de recuperação apareceram já em fins de março. Em abril as vendas do comércio voltaram ao nível real de fevereiro e a produção industrial fez o mesmo em maio (Tabela 8). Ressalte-se que nada disto foi comparável ao intenso movimento de alta dos preços de ativos reais e de risco, das vendas do comércio e da produção industrial nos choques do governo Sarney (Carvalho, 1992, p. 191-197). O bloqueio da liquidez teve êxito em impedir que estes fenômenos se repetissem com a mesma intensidade, mas o que se pretendia era evitar qualquer reação até que a estabilização tivesse se consolidado, e os números mostram que os mercados não respeitaram este prazo.

A velocidade da remonetização e as dificuldades para controlá-la surpreenderam a equipe que elaborara o bloqueio e o administrava. Apenas no começo de maio foi apresentada uma resposta global, na forma de uma política monetária oficialmente definida como "ortodoxa". Além de não ter previsto um descontrole tão rápido e intenso,³ a equipe estava absorvida em gerir os inúmeros problemas do dia-a-dia e em compreender as causas do descontrole, tarefa dificultada até a segunda quinzena de abril pela desorganização do sistema de reservas bancárias (discutida na seção 2.2). Embora tivesse consciência da gravidade do que estava ocorrendo, a reação da equipe econômica não foi além de

³ Uma indicação neste sentido foi a redução de 74% para 37,5% do recolhimento compulsório médio sobre depósitos à vista dos bancos, dispensando-se os recolhimentos no período de 19/3 a 26/3 (Circular 1601 do BCB, 17/3/1990). A experiência do Plano Cruzado mostrara os riscos de medidas assim, pois a queda da inflação tende a aumentar com rapidez os depósitos à vista e o crédito, pressionando a demanda agregada. Pode-se ver aí uma comprovação da elevada confiança na contração da liquidez e na capacidade de controle sobre a moeda e o crédito, embora se possa também supor que tais medidas procuravam atenuar as esperadas dificuldades do sistema bancário.

medidas pontuais para evitar que os problemas se agravassem, caso dos sucessivos adiamentos dos leilões de conversão de cruzados.

O artigo 18 da MP 168 permitia ao ministro da Economia alterar os prazos de retenção dos cruzados "ou autorizar leilões de conversão antecipada de direitos em cruzados detidos por parte do público, em função dos objetivos da política monetária e da necessidade de liquidez da economia". Uma semana depois de reabertos os bancos, o diretor de política monetária do BCB, Luis Eduardo Assis, embora reconhecendo nos leilões uma alternativa para o caso de acentuada insuficiência de liquidez, afirmou que não pretendia antecipá-los, pelo temor de que "ficaria configurada forte transferência de renda privada para o setor público" caso a intensa procura prevista levasse a um deságio muito grande (*Gazeta Mercantil*, 24-26/3/1990, p. 3). Dias mais tarde, o secretário-executivo do Ministério da Economia, Eduardo Teixeira, declarava não poder anunciar a data do leilão: "Nossa idéia é de que existem formas mais adequadas de injetar liquidez, porque a gente terá o controle mais setorial. (...) O leilão é uma forma de injetar liquidez que a gente prefere deixar como uma solução (...) mais para a frente" (*Folha de S. Paulo*, 5/4/1990, B6).

É provável que a postergação dos leilões traduzisse a expectativa de que a liquidez poderia estar se recompondo com muita rapidez. Ainda assim, vale observar que havia dúvidas a respeito da conveniência de realizá-los, em qualquer circunstância. "Seria menos vantajoso colocar liquidez via leilões por ser menos reversível que outros meios (como as linhas de financiamento específicas ou a compra de divisas); os leilões são menos reversíveis, pois não haveria como prever a possibilidade de se colcar títulos depois para retirar a liquidez em excesso, caso isto se fosse desejável depois" (IEI, 1990a, p. 25-26). Os argumentos apresentados a favor no debate público apontavam que os leilões poderiam ser "um bom termômetro para a carência de liquidez" (IEI, 1990a, p.4; Carneiro e Goldfajn, 1991).

2.1.1 Base monetária e haveres financeiros

A base monetária e o M_1 expandiram-se de forma acelerada logo após o choque, tendência que se manteria até meados de maio (Tabelas 1 e 2). Sobre a posição de 13/3, último dia em que o sistema bancário

operou antes do Plano Collor, a base monetária aumentou 91,8% até o fim de março, e o M_1 , 88,9%, sendo que o papel-moeda em poder do público subiu 136,6%.

Em termos reais (deflação pelo INPC), a base monetária cresceu em março 34,2% sobre o final de fevereiro, enquanto o M_1 registrou 61,4%, puxado pela quase duplicação do papel-moeda em poder do público em termos reais, 91,4% (Tabela 2.1).

Pela mesma comparação de valores reais, porém, o M_4 reduziu-se à metade entre o final de fevereiro e o final de março, permanecendo em torno deste patamar até o fim do ano (Tabela 2.1). O encolhimento de M_4 foi puxado pela queda de 80,6% no saldo real de títulos federais em poder do público e amortecido pelo crescimento do M_1 . A queda de M_2 era um pouco maior que a de M_4 no fim de março, sempre em termos reais, mas houve importante recuperação em abril e maio, com nova queda forte em junho (ver Tabela 2.1 e comentários no Anexo 1).

Além da previsível tendência de crescimento da demanda por M_1 na sequência de choques antiinflacionários, atuavam no mesmo sentido o trauma do bloqueio, a proibição de cheques ao portador acima de 100 BTN (Cr\$ 3.996,89 em 19/3, US\$ 94,03 no câmbio comercial ou US\$ 88,82 no paralelo) e o fim das aplicações financeiras ao portador*. Havia também as dificuldades operacionais dos bancos após o choque, com lentidão no processamento de cheques e outros documentos e filas enormes nas agências. Pode-se explicar assim o crescimento mais que proporcional da demanda por papel-moeda em poder do público. Sua participação no total do M_1 subiu de uma média abaixo de 35% antes do choque para quase 40% em abril, o que deveria diminuir o multiplicador bancário, atenuando o efeito da redução do recolhimento compulsório sobre depósitos à vista. O multiplicador acabou passando de um média pouco acima de 1,5 antes do bloqueio para a faixa de 2 no fim de março, voltando para o nível anterior em meados de abril, com recuo progressivo até menos de 1,4 em maio (Tabela 1). Após o bloqueio, os depósitos à vista cresceram bem mais rápido que a base monetária. Para isto contribuiu o fato de serem creditados em conta corrente os

* Medida Provisória 165, art. 1 e 2. Para combater a sonegação foi editada também a MP 156 (Gazeta Mercantil, 1990).

Tabela 1

BASE MONETÁRIA E MEIOS DE PAGAMENTO

(Saldo diários, março-maio/1990 em milhões de cruzeiros)

80

Mês	Data	Base Monetária			Meios de Pagamento (ML)		
		Papel-Moeda em Circulação (A)	Reservas Bancárias (B)	Total (C)=A+B	Papel-Moeda em Poder do Público (D)	Depósitos à Vista (E)	Total (F)=D+E
Mar.	1	83.774	63.103	146.877	65.941	162.700	228.641
	2	92.524	49.384	141.908	75.446	158.858	234.304
	5	99.944	47.058	147.002	78.140	180.820	258.960
	6	104.044	48.850	152.894	87.634	164.592	252.226
	7	106.374	56.544	162.918	90.434	154.436	244.870
	8	109.221	51.254	160.475	90.885	146.775	237.660
	9	113.319	53.607	166.926	99.892	155.357	255.249
	12	108.151	57.794	165.945	90.338	243.322	333.660
	13	112.802	65.706	178.508	93.536	230.744	324.280
	19	144.993	52.283	197.276	111.577	352.492	464.069
	20	157.075	70.964	228.039	128.265	346.472	474.737
	21	173.846	64.831	238.677	145.274	350.974	496.248
	22	197.647	67.482	265.129	159.601	351.305	510.906
	23	223.106	62.838	285.944	184.716	335.099	519.815
	26	222.361	67.681	290.042	180.937	373.238	554.175
	27	221.228	63.362	284.590	187.460	362.994	550.454
	28	222.246	60.561	282.807	191.944	353.826	545.770
	29	237.947	88.315	326.262	203.968	355.449	559.417
	30	259.493	82.869	342.362	220.411	391.996	612.407
Abr.	2	267.114	94.184	361.298	227.650	387.232	614.882
	3	275.380	106.837	382.217	241.423	385.455	626.878
	4	293.155	113.217	406.372	257.529	406.985	664.514
	5	313.612	139.174	452.786	273.370	431.200	704.570
	6	335.059	141.243	476.302	302.378	423.835	726.213
	9	345.339	148.048	493.387	300.360	464.089	764.449
	10	358.175	116.126	474.301	308.332	462.095	770.427
	11	372.274	127.607	499.881	324.003	463.810	787.813
	16	364.013	143.180	507.193	303.173	485.655	788.828
	17	346.479	158.778	505.257	300.727	480.871	781.598
	18	339.163	149.927	489.090	297.545	462.683	760.228
	19	343.401	152.932	496.333	299.986	455.676	755.662
	20	347.620	149.434	497.054	314.227	460.904	775.131
	23	339.917	178.237	518.154	306.563	486.162	792.725
	24	335.917	171.188	507.105	301.948	488.436	790.384
	25	337.247	181.037	518.284	304.812	476.860	781.672
	26	348.013	178.803	526.816	311.457	500.206	811.663
	27	365.830	185.785	551.615	332.325	531.291	863.616
	30	366.660	215.435	582.095	325.967	521.922	847.889
Mai.	2	372.406	242.205	614.611	333.309	517.645	850.954
	3	393.282	148.138	541.420	346.463	547.785	894.248
	4	417.199	181.757	598.956	381.049	581.480	962.529
	7	427.422	197.100	624.522	386.498	573.412	959.910
	8	429.840	207.214	637.054	396.877	540.786	937.663
	9	436.517	200.643	637.160	405.543	536.387	941.930
	10	451.819	182.304	634.123	414.907	557.570	972.477
	11	461.067	199.770	660.837	432.124	566.412	998.536
	14	463.194	246.118	709.312	427.525	574.889	1.002.414
	15	472.254	261.296	733.550	439.903	740.909	1.180.812
	16	480.986	331.466	812.452	447.023	704.520	1.151.543
	17	491.742	356.913	848.655	442.840	678.545	1.121.385
	18	498.242	356.460	854.702	464.848	657.683	1.122.531
	21	487.709	143.411	631.120	444.207	669.054	1.113.261
	22	473.316	50.821	524.137	435.742	647.786	1.083.528
	23	467.181	58.090	525.271	433.404	626.593	1.059.997
	24	468.927	(129.652)	339.275	429.521	613.685	1.043.206
	25	472.264	64.971	537.235	439.294	614.826	1.054.120
	28	460.794	240.756	701.550	418.656	615.135	1.033.791
	29	451.870	226.216	678.086	412.535	617.181	1.029.716
	30	459.707	369.195	828.902	417.379	712.238	1.129.617
	31	472.687	448.841	921.528	428.769	713.998	1.142.767

Fonte: Banco Central do Brasil, Departamento Econômico. Dados fornecidos mediante consulta.

cruzeiros liberados das aplicações financeiras, aí permanecendo até que seus titulares viessem a sacá-los ou aplicá-los novamente.

Quanto aos números de M₄ posteriores ao bloqueio, destaca-se a rápida recuperação dos títulos privados. Depois da queda de 23,2% no fim de março sobre o fim do mês anterior (-57,9% reais), ocorreram altas sucessivas, até que em junho foi ultrapassado o valor real de fevereiro. Da mesma maneira, o aumento dos títulos federais em poder do público em abril foi muito acentuado (Tabelas 2 e 2.1).

O aumento dos títulos privados (quase tudo CDB, Certificados de Depósito Bancário, depósitos a prazo nos bancos) devia expressar o interesse dos bancos em financiar empréstimos, o que parece confirmado pela variação dos saldos no período. Somados abril e maio, os títulos privados cresceram Cr\$ 334,6 bilhões, 123,5%, (Tabela 2); os depósitos bancários, a prazo (sem as Caixas Econômicas) e à vista, Cr\$ 640,4 bilhões, 87,9% (Tabela 3); e os empréstimos ao setor privado exclusive CEF/CEE/SCI/APE, Cr\$ 800,8 bilhões, 36,1% (Tabela 4). Porém, as taxas de variação muito discrepantes sugerem que o aumento dos depósitos bancários não teria levado a um crescimento proporcional do crédito.

Uma resposta precisa a esta pergunta suporia o conhecimento da função que relaciona variações dos haveres financeiros com variações do crédito na economia brasileira. Ainda assim, seus resultados teriam que ser relativizados para os anos anteriores ao bloqueio e também para os seus primeiros meses, devido às violentas flutuações do ambiente macroeconômico. Mesmo com tais restrições, pode-se postular que o crescimento menos que proporcional dos empréstimos resultou de outras destinações para os recursos captados pelos bancos: recompor suas reservas de alta liquidez (aplicações de curto prazo em títulos públicos e privados) e equilibrar suas contas em cruzados no BCB, à medida que aumentavam as pressões para tanto (ver subseção 2.2.5).

O recolhimento de cruzeiros dos bancos ao BCB por este motivo em junho, por exemplo, somaria Cr\$ 301,8 bilhões (ver 2.2.5 e Tabela 12). Naquele mês, o crédito ao setor privado menos CEF/CEE/SCI/APE (Tabela 4) cresceu Cr\$ 365,6 bilhões, apenas 12,1%, enquanto os títulos privados aumentaram Cr\$ 355,4 bilhões, ou 58,7%, compensando a queda dos depósitos à vista, com o que os depósitos bancários menos CEF aumentaram Cr\$ 310,2 bilhões, ou 22,7%.

Tabela 2

BASE MONETÁRIA E MEIOS DE PAGAMENTO

Saldos em milhões de cruzeiros

Final do Período	Base Monetária	M1		Tit. Fed. em Poder do Público (1)	Tit. Est./Mun. em Poder do Público (1)	M2	Depósitos de Poupança	M3	Títulos Privados (2)	M4
		Papel Moeda em Poder do Público	Depósitos à Vista							
1988 Dez.	3.637	2.090	4.854	27.670	3.439	38.053	26.050	64.111	10.054	74.165
1989 Jan.	4.118	2.042	6.427	35.721	6.063	50.253	32.674	82.927	9.386	92.313
1989 Fev.	4.925	2.228	6.864	46.563	7.191	62.646	40.134	102.780	8.294	111.074
1989 Mar.	5.774	2.703	7.046	57.465	8.446	75.660	48.195	123.855	6.522	132.377
1989 Abr.	6.548	3.310	11.314	64.161	9.477	88.262	56.662	144.924	9.485	154.409
1989 Mai.	8.748	3.656	10.329	66.512	10.254	90.751	59.664	150.415	13.004	163.419
1989 Jun.	10.138	4.860	11.012	83.835	12.825	112.532	65.775	178.307	17.679	195.986
1989 Jul.	11.020	5.071	12.486	111.905	17.858	147.320	80.446	227.766	20.891	248.657
1989 Ago.	13.027	6.331	14.081	153.928	24.803	198.403	103.468	301.871	29.357	331.228
1989 Set.	17.238	9.541	18.306	208.584	31.985	268.396	131.549	399.945	39.999	439.944
1989 Out.	22.317	11.312	26.609	295.779	46.578	380.278	174.621	554.899	55.575	610.474
1989 Nov.	36.115	18.033	35.409	385.100	69.641	508.183	228.997	737.180	82.703	819.883
1989 Dez.	67.435	40.362	62.698	617.422	117.904	838.386	322.433	1.160.819	159.813	1.320.632
1990 Jan.	80.300	38.749	78.159	965.347	203.937	1.286.191	482.364	1.768.555	243.193	2.011.748
1990 Fev.	140.004	64.979	159.257	1.531.013	371.766	2.127.055	992.570	3.119.625	352.856	3.472.481
1990 Mar.	342.362	226.646	432.961	540.908	460.447	1.660.962	1.220.481	2.881.443	270.960	3.152.403
1990 Abr.	582.095	325.626	568.507	968.896	476.801	2.339.830	1.027.239	3.367.069	472.894	3.839.963
1990 Mai.	921.527	425.554	790.688	1.126.504	568.013	2.910.759	928.001	3.838.760	605.593	4.444.353
1990 Jun.	836.766	437.420	772.497	1.100.305	322.083	2.632.305	939.147	3.571.452	961.036	4.532.488
1990 Jul.	761.580	399.908	809.410	1.308.373	411.012	2.928.703	1.169.701	4.098.404	1.123.293	5.221.697
1990 Ago.	781.611	491.366	860.051	1.404.954	464.390	3.190.761	1.354.394	4.545.155	1.381.767	5.926.922
1990 Set.	921.385	541.358	973.982	1.372.077	545.048	3.432.465	1.513.102	4.945.567	1.714.918	6.660.485
1990 Out.	919.838	507.228	1.011.389	1.588.914	664.919	3.772.450	1.720.881	5.493.331	2.147.317	7.640.648
1990 Nov.	1.026.262	649.711	1.161.165	1.754.017	762.394	4.327.267	1.956.859	6.284.246	2.395.232	8.679.478
1990 Dez.	1.621.272	979.722	1.530.525	1.866.802	922.926	5.299.975	2.369.105	7.669.080	2.653.755	10.322.835
1991 Jan.	1.308.126	752.795	1.385.330	2.961.569	1.269.279	6.368.973	2.892.903	5.251.876	3.396.069	12.647.944

Fonte dos dados brutos: Banco Central do Brasil - Boletim Mensal, vol. 28, n. 7-9, jul/set de 1992. (Tab. 1.1.2, col. 3; Tab. 1.4.1, col. 1, 7, 8, 14, 24, 27, 30, 35, 55).

(1) Exclui títulos em carteira do Banco Central e de outras instituições financeiras.

(2) Inclui depósitos a prazo, letras de câmbio e letras hipotecárias.

Tabela 2.1
BASE MONETÁRIA E MEIOS DE PAGAMENTO - Valores Reais (INPC), dez.1988 = 100

Final de Período	Base Monetária	M1			Tit.Fed. Em Poder do Público (1)	Tit.Est./Mun. Em Poder do Público (1)	M2	Depósitos de Poupança	M3	Títulos Privados(2)	M4
		Papel Moeda em Poder do Público	Depósitos à Vista	Total do M1							
1988 Dez.	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
1989 Jan.	83,57	72,12	97,73	90,02	95,29	130,13	97,48	92,55	95,47	68,91	91,87
Fev.	85,91	67,63	87,10	81,24	106,76	132,65	104,44	97,71	101,70	52,33	95,01
Mar.	95,10	77,48	86,96	84,10	124,41	147,12	119,11	110,80	115,73	50,78	106,92
Abr.	99,81	87,80	129,22	116,75	128,55	152,77	128,58	120,54	125,32	52,30	115,42
Mai.	114,29	83,12	101,11	95,70	114,22	141,68	113,32	108,80	111,48	61,46	104,70
Jun.	102,36	85,39	83,30	83,93	111,26	136,94	108,59	92,69	102,13	64,57	97,04
Jul.	87,33	69,93	74,14	72,87	116,57	149,67	111,59	88,98	102,40	59,89	96,64
Ago.	77,52	65,56	62,78	63,62	120,39	151,43	112,84	85,93	101,90	63,19	96,65
Set.	75,23	72,46	59,86	63,65	119,65	147,53	111,95	80,13	99,02	63,15	94,15
Out.	70,19	61,91	62,71	62,47	122,27	154,93	114,31	76,65	99,01	63,23	94,16
Nov.	76,50	66,48	56,20	59,29	107,23	156,02	102,89	67,71	88,59	63,38	85,17
Dez.	94,43	98,35	65,78	75,59	113,64	174,60	112,20	63,02	92,21	80,95	90,69
1990 Jan.	66,85	56,14	48,76	50,98	105,64	179,56	102,35	56,05	83,53	73,24	82,14
Fev.	66,99	54,11	57,11	56,21	96,29	188,13	97,28	66,29	84,68	61,08	81,48
Mar.	89,92	103,59	85,21	90,74	18,67	127,90	41,70	44,74	42,93	25,72	40,60
Abr.	133,33	129,79	97,57	107,27	29,17	115,50	51,22	32,84	43,75	39,18	43,13
Mai.	196,70	158,07	126,46	135,97	31,61	128,22	59,38	27,65	46,48	46,76	46,52
Jun.	159,99	145,54	110,67	121,16	27,65	65,13	48,10	25,06	38,74	66,47	42,50
Jul.	129,29	118,15	102,96	107,53	29,20	73,80	47,52	27,72	39,47	68,99	43,47
Ago.	118,29	121,50	97,52	104,74	27,95	74,33	46,15	28,61	39,02	75,65	43,99
Set.	122,04	124,78	96,66	105,12	23,89	76,35	43,45	27,97	37,16	82,17	43,26
Out.	106,47	102,17	87,72	92,07	24,17	81,39	41,73	27,80	36,07	89,91	43,37
Nov.	101,60	111,93	86,13	93,90	22,82	79,82	40,94	27,04	35,29	85,78	42,14
Dez.	134,72	141,67	95,29	109,25	20,39	81,10	42,09	27,48	36,15	79,77	42,06
1991 Jan.	89,94	90,00	71,31	76,94	26,74	92,22	41,82	27,64	36,06	84,40	42,61

Fonte: Tabela 2 e Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.

- (1) Exclui títulos em carteira do Banco Central e de outras instituições financeiras.
(2) Inclui depósitos a prazo, letras de câmbio e letras hipotecárias.

Tabela 3
DEPÓSITOS BANCÁRIOS
1988-91

Saldo em milhões de cruzeiros

Final de Período	Depósitos à Vista	Depósitos a Prazo Fixo								Total
		Banco do Brasil	Bancos Comerciais	Bancos de Investim.	Bancos de Desenvolv.	Bancos Múltiplos	Total Bancos	Caixas Econômicas	Total	
1988 Dez.	4.854	1.301	5.354	1.773	383	1.184	9.995	7	10.002	14.856
1989 Jan.	6.427	955	5.095	1.529	237	1.746	9.562	7	9.569	15.996
Fev.	6.664	769	4.159	2.059	144	1.422	8.552	16	8.568	15.232
Mar.	7.046	1.191	3.972	2.335	134	1.263	8.895	24	8.919	15.965
Abr.	11.314	1.260	3.988	2.475	84	1.913	9.720	28	9.748	21.062
Mai.	10.329	1.685	5.529	3.211	96	3.017	13.538	29	13.567	23.896
Jun.	11.012	2.819	7.947	4.164	125	4.750	19.805	33	19.838	30.850
Jul.	12.486	3.234	7.759	4.444	141	6.430	22.008	453	22.461	34.947
Ago.	14.081	4.352	10.022	5.963	212	9.977	30.526	470	30.996	45.077
Set.	18.306	6.085	10.830	7.140	320	15.815	40.190	771	40.961	59.267
Out.	26.609	9.924	15.641	10.023	494	22.544	58.626	961	59.587	86.196
Nov.	35.409	15.427	22.408	14.103	645	37.529	90.112	1.543	91.655	127.064
Dez.	62.698	29.476	27.179	20.777	1.076	70.315	148.823	19.049	167.872	230.570
1990 Jan.	78.159	48.040	25.430	31.881	1.238	117.969	224.558	33.605	258.163	336.322
Fev.	159.297	51.775	37.245	48.557	1.907	168.374	307.858	61.541	369.399	528.696
Mar.	432.961	13.292	35.816	70.608	2.714	173.281	295.711	68.347	364.058	797.019
Abr.	568.507	10.854	55.913	90.309	2.648	296.551	456.275	44.099	500.374	1.068.881
Mai.	790.688	31.522	69.440	58.803	3.597	415.052	578.414	46.523	624.937	1.415.625
Jun.	772.497	50.684	83.205	78.565	5.806	688.535	906.795	72.765	979.560	1.752.057
Jul.	809.410	104.702	103.728	86.022	6.289	939.704	1.240.445	70.935	1.311.380	2.120.790
Ago.	860.051	138.780	152.507	110.585	10.374	979.011	1.391.257	74.877	1.466.134	2.326.185
Set.	973.982	97.515	189.281	104.630	7.461	1.264.111	1.662.998	97.815	1.760.813	2.734.795
Out.	1.011.389	155.545	268.759	137.524	8.266	1.507.954	2.078.048	134.998	2.213.046	3.224.435
Nov.	1.161.165	191.580	313.751	174.409	9.896	1.655.042	2.344.678	127.332	2.472.010	3.633.175
Dez.	1.530.525	172.502	323.519	195.746	10.866	1.854.947	2.557.580	127.333	2.684.913	4.215.438
1991 Jan.	1.385.330	345.290	412.128	205.962	13.267	2.269.460	3.246.107	204.525	3.450.632	4.835.962

Fonte dos dados brutos: Boletim do Banco Central, vol.28, n.7-9, jul./set. de 1992 (Tab. 1.4.1, col.7, 15-21).

Parte dos recursos dirigidos para títulos privados deve ter vindo das cadernetas de poupança, por insatisfação com os rendimentos ou como reversão do movimento de fevereiro, quando se supunha que elas estariam livres das medidas do novo governo. Ainda assim, o aumento dos títulos federais e privados foi bem maior que o encolhimento dos depósitos de poupança. As cadernetas continuaram perdendo recursos nos meses seguintes ao plano, ao contrário dos títulos privados. Embora pretendessem fazê-lo, os depositantes podem não ter sacado de imediato o saldo em cruzeiros para não perder os altos rendimentos a que teriam direito (73,64% em março e 85,24% em abril, com a correção monetária pelo IPC dos meses anteriores). A medida que iam sendo feitos os créditos, ocorriam os saques desejados, estimulados adicionalmente pela nova regra de correção pelo BTN, prefixada em zero para o mês de abril. A perda de recursos das cadernetas explica-se muito mais por este motivo do que pelo temido trauma do bloqueio e os números dos meses seguintes sugerem que o interesse pelas cadernetas de poupança não sofreu danos perceptíveis.

2.1.2 Volume de crédito

Pelos dados das Tabelas 4.1 e 5.1, o valor real do crédito na economia, excluído o sistema habitacional (total menos CEF/CEE/SCI/APE na Tabela 4.1 e total do setor privado menos habitação na Tabela 5.1), sofreu queda importante no final de março sobre o final de fevereiro (12,2% na Tabela 4.1 e 15,7% na Tabela 5.1), recuperada em boa medida em abril e maio (crescimento nos dois meses de 10,6% na Tabela 4.1 e de 12,2% na Tabela 5.1). Estes movimentos, contudo, mostram-se muito diferentes se os números são corrigidos pelas taxas de juros: na Tabela 4.2, a posição do final de março apresenta crescimento de 17,2% sobre o final de fevereiro, com expansão acumulada de 22,2% em abril e maio; na Tabela 5.2, o crédito cresce 11,6% para a indústria e 9% para o comércio em março, com 29% e 24,7% nos dois meses seguintes.

A redução do valor real dos empréstimos contratados antes do choque decorreu no essencial da correção dos empréstimos de curtíssimo prazo (*hot money* indexado à taxa dos Depósitos Interfinanceiros, DI) por um percentual muito abaixo da inflação de março, seguindo os juros do *overnight*. Assim, o bloqueio desvalorizou boa parte dos haveres

Tabela 4
DESEMPENHO DO SISTEMA FINANCEIRO AO SETOR PRIVADO POR EMPREENDEDORES FÍSICAIS
1988-91

Final de Período	Bancos Múltiplos	Bancos Comerciais				Banco do Brasil	Bancos de Invest. Privados	BCE/ABE		Caixa Econômica Federal	Caixas Econômicas Estaduais	SNEB	Bancos Estaduais de Desenvolv.	Total Geral	Total excludive (BCE/ABE + CEE/CEE)
		Oficiais		Privadas				Oficiais Estaduais							
		Federais	Estaduais												
1988 Dez.	5.211	771	653	9.755	8.843	2.618	1.763	5.669	11.863	2.343	1.617	1.932	54.534	32.897	
1989 Jan.	7.815	912	749	10.955	11.237	2.127	2.142	6.874	14.751	2.860	2.107	2.270	66.303	39.756	
Feb.	9.561	980	764	10.873	14.991	2.174	2.537	7.990	17.598	3.389	2.092	2.277	75.766	45.252	
Mar.	10.921	1.053	873	11.827	15.617	2.947	3.125	9.408	21.116	4.089	2.138	1.827	84.601	48.863	
Abr.	16.457	1.135	990	10.895	15.735	2.340	3.366	9.198	24.058	4.605	2.296	1.970	94.569	53.342	
Mai.	18.931	1.287	1.070	12.593	17.248	2.594	3.710	10.198	26.659	5.073	2.514	2.149	105.883	60.243	
Jun.	24.469	1.648	1.158	13.605	17.539	2.998	4.222	12.496	32.627	6.329	2.643	2.656	124.569	68.695	
Jul.	34.509	2.118	1.557	15.570	23.290	3.838	4.855	15.931	41.998	8.052	4.129	3.818	161.719	90.783	
Ago.	47.376	2.867	2.047	18.416	29.986	5.285	6.368	20.748	54.476	10.717	5.340	5.434	211.804	119.495	
Set.	72.621	3.891	3.138	21.530	38.576	6.902	9.046	23.632	94.700	14.684	7.092	7.453	306.819	164.757	
Out.	194.259	5.521	4.223	29.649	49.761	8.713	12.007	32.931	139.755	20.607	9.834	10.728	432.853	227.553	
Nov.	150.963	7.958	5.814	41.965	62.741	12.933	16.983	45.625	189.745	29.156	13.854	15.448	599.729	316.220	
Dez.	264.308	13.042	8.265	45.539	87.891	20.410	28.510	63.867	334.030	44.614	21.050	23.482	965.251	494.230	
1990 Jan.	444.623	19.555	12.777	44.362	152.231	33.109	40.914	78.417	524.398	70.190	32.350	36.679	1.502.085	780.166	
Feb.	835.114	33.314	20.811	70.257	239.915	53.518	69.615	131.939	912.993	57.926	52.533	62.529	2.559.433	1.386.960	
Mar.	1.394.249	51.469	35.378	86.840	355.284	75.436	133.662	248.865	1.713.259	107.568	66.642	110.429	4.420.999	2.217.545	
Abr.	1.621.377	64.406	36.722	117.584	468.395	90.812	136.770	283.686	1.753.185	108.252	127.825	135.267	4.956.194	2.694.301	
Mai.	1.823.061	80.421	46.418	117.366	513.267	104.838	145.203	276.804	1.016.801	114.731	141.655	148.215	4.571.909	3.018.370	
Jun.	2.066.580	91.509	56.546	126.993	572.998	113.378	160.604	304.135	1.117.852	126.367	154.888	163.623	5.092.919	3.383.961	
Jul.	2.417.277	105.160	69.513	147.729	643.296	135.065	177.159	321.370	1.262.136	142.269	177.970	182.563	5.806.236	3.923.302	
Ago.	2.798.424	125.717	85.061	176.017	716.802	152.077	191.503	326.613	1.393.869	136.311	200.981	199.753	6.563.981	4.515.685	
Set.	3.255.076	151.564	99.628	238.672	806.775	172.746	213.801	374.109	1.557.130	153.406	231.962	231.036	7.565.325	5.266.879	
Out.	3.700.130	175.981	108.824	309.684	1.007.576	197.348	242.260	417.181	1.775.315	166.564	280.165	266.981	8.744.219	6.142.899	
Nov.	4.274.753	209.066	128.609	384.366	1.218.177	230.045	280.833	477.197	2.070.520	191.333	341.690	312.698	9.224.132	7.204.129	
Dez.	5.110.365	262.460	140.181	475.576	1.458.643	260.898	338.574	558.257	2.527.152	219.101	431.221	315.017	10.215.080	6.572.996	
1991 Jan.	5.938.419	316.191	165.402	592.592	1.586.452	324.855	396.825	666.314	3.075.534	259.948	539.122	376.298	11.461.039	7.062.418	

Fonte dos dados brutos: Boletim Mensal do Banco Central do Brasil, vol. 28, n. 7-9, jul/set 1992 (Tabela 1.4.2).

Tabela 4.1

EMPENHAMENTOS DO SISTEMA FINANCEIRO AO SECTOR PRIVADO POR INVESTIMENTOS FINAIS - VALORES REAIS (INPC), DEZ. 1988 = 100

Final de Período	Bancos Múltiplos	Bancos Comerciais			Banco do Brasil	Bancos Invest. de Privados	SCI/APR		Caixa Econômica Federal	Caixas Econômicas Estaduais	BNDX	Bancos Estaduais de Desenvolv.	Total Geral	Total exclusiva (SCI/APR+ CEE+CBR)
		Oficiais		Privadas										
		Federal	Estadual											
							Estadual							
1988 Dez.	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
1989 Jan.	110,70	87,31	84,66	82,89	93,79	59,97	89,58	89,52	91,78	90,10	96,18	86,72	89,85	89,20
Fev.	116,40	80,64	74,22	70,71	107,54	52,68	91,28	89,43	94,11	91,76	82,07	74,77	89,30	87,26
Mar.	125,55	81,82	80,09	72,63	92,45	67,43	106,18	99,43	106,63	104,55	79,21	56,65	92,93	85,34
Abr.	175,08	81,61	84,05	61,92	98,64	49,55	105,84	89,96	112,42	108,96	78,72	56,53	86,13	89,89
Mai.	172,82	79,32	77,86	61,34	92,68	47,08	99,89	85,49	106,78	102,88	73,87	52,85	92,26	87,01
Jun.	172,42	78,49	65,12	51,21	72,79	42,05	87,94	82,25	109,99	99,19	60,02	50,48	83,88	76,68
Jul.	189,77	79,18	68,72	46,80	75,91	42,25	81,01	81,01	102,04	99,05	73,60	56,96	85,47	79,54
Ago.	196,76	80,48	67,84	40,86	73,39	43,69	78,17	79,22	99,38	98,99	71,47	60,87	84,05	78,61
Set.	221,20	80,10	76,27	35,03	69,15	41,24	81,44	66,18	126,71	99,47	69,22	61,25	89,30	79,49
Out.	228,86	81,91	73,97	34,77	64,37	38,07	77,90	66,46	134,76	100,60	69,57	63,52	90,79	79,12
Nov.	223,20	79,52	68,60	33,14	54,66	38,06	74,22	62,02	123,23	95,87	66,49	61,60	84,73	74,53
Dez.	258,31	86,15	64,46	23,77	50,62	39,70	82,36	57,39	143,40	96,97	66,30	61,90	90,14	76,51
1990 Jan.	258,36	76,80	59,25	13,77	52,13	38,29	70,27	41,89	133,85	90,71	60,58	57,48	83,40	72,55
Fev.	278,91	75,20	55,46	12,53	47,22	35,58	68,72	40,51	133,94	43,03	56,67	56,33	81,68	73,37
Mar.	255,59	63,77	51,75	8,50	38,38	27,53	72,42	41,94	137,96	43,86	51,19	54,60	77,44	64,39
Abr.	259,21	69,59	46,85	10,04	44,12	28,90	64,83	38,76	123,12	38,49	65,85	58,33	75,71	68,23
Mai.	271,59	80,98	55,18	9,34	45,06	31,69	63,94	37,91	66,54	38,01	68,01	59,56	65,08	71,23
Jun.	275,75	82,53	60,22	9,05	45,06	30,11	63,55	37,31	65,53	37,50	66,61	58,89	64,94	71,53
Jul.	286,43	84,30	65,73	9,35	44,92	31,86	62,05	32,83	65,69	37,49	67,96	58,35	65,74	73,64
Ago.	295,59	89,75	71,70	9,93	44,62	31,97	59,79	31,72	64,67	32,02	68,41	56,91	66,23	75,55
Set.	300,91	94,70	73,50	11,79	43,95	31,79	58,42	31,60	63,23	31,54	69,10	57,61	66,83	77,12
Out.	298,92	96,08	70,16	13,36	47,97	31,73	57,85	30,98	63,00	29,93	72,94	58,17	67,50	78,61
Nov.	295,36	97,63	70,96	14,19	49,60	31,64	57,58	30,31	62,84	29,40	75,08	58,28	67,50	78,95
Dez.	296,37	102,88	64,88	14,73	49,85	30,09	58,94	29,77	64,38	28,13	80,59	49,28	67,69	78,76
1991 Jan.	284,74	102,47	63,29	15,18	47,65	31,00	56,24	29,37	64,78	27,72	83,31	48,67	67,26	76,43

Fonte: Tabela 4 e Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.

Tabela 4.2

EMPRÉSTIMOS DO SISTEMA FINANCEIRO AO SETOR PRIVADO POR EMPRESTADORES FINAIS
SALDOS DESCONTADOS OS JUROS DOS DI ACUMULADOS NO MES (dez.1989 = 100)

Final de Período	Bancos Múltiplos	Bancos Comerciais			Banco do Brasil	Bancos de Investi- mento Privados	Bancos Estaduais de Desen- volvimento	Total Exclusiva (SCI + APE + CEE + CEF)
		Oficiais		Privados				
		Federais	Estaduais					
1989 Dez.	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
1990 Jan.	99,99	89,13	91,89	57,92	102,96	96,43	92,84	94,79
Fev.	104,13	84,38	83,18	50,98	90,17	86,62	87,97	92,71
Mar.	127,77	95,58	103,68	46,20	97,91	89,52	113,90	108,67
Abr.	141,34	113,78	102,37	59,51	122,79	102,52	132,73	125,61
Mai.	150,01	134,11	122,15	56,07	127,01	111,72	137,28	132,83
Jun.	155,45	139,52	136,04	55,46	129,63	110,46	138,55	136,14
Jul.	159,05	140,35	146,26	56,43	127,28	115,08	135,20	138,05
Ago.	163,45	148,81	158,88	59,68	125,90	115,03	131,32	141,05
Set.	161,53	152,42	158,10	68,76	120,39	111,01	129,05	139,77
Out.	150,55	145,11	141,60	73,15	123,29	103,98	122,27	133,67
Nov.	141,35	140,10	136,08	73,79	121,13	98,51	116,38	127,39
Dez.	132,24	137,64	116,01	71,44	113,51	87,36	91,76	118,64
1991 Jan.	124,47	134,31	110,87	72,11	106,30	88,18	88,78	112,79

Fonte: Tabela 4 e Tabela 6.

financeiros, mas também parte das dívidas, embora em menor intensidade (não houve incidência de Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) e mantiveram-se juros e prazos originais). Obrigações contraídas antes do bloqueio podiam ser pagas com cruzados retidos, mas quem não tivesse saldo retido teria que fazê-lo com cruzeiros ou "comprar" cruzados. A desvalorização real de tais obrigações resultava assim em aumento da liquidez.

Houve também uma rápida expansão do crédito inter-empresarial em resposta imediata ao choque, na forma de tolerância com atrasos de pagamento e dilatação de prazos. As grandes empresas, pela sua maior facilidade de obter crédito bancário e de trazer recursos do exterior, teriam desempenhado papel decisivo neste sentido (ver Capítulo 3). "O nível de crédito e seus prazos no momento anterior ao Plano eram tão baixos, que uma mera recomposição de vendas a prazo e uma mínima ampliação dos prazos médios de pagamento (digamos, de 1 para 2 ou 3 meses) bastou para elevar de modo significativo a velocidade de circulação da moeda-transação" (Belluzzo e Almeida (1991, p.80- 85).

A expansão do crédito após o choque fica obscurecida nos dados originais do BCB devido a três problemas. Primeiro, não há números referentes apenas a novas operações ou a rolagens contratadas em cruzeiros. Segundo, houve mudanças bruscas nos valores referentes à Caixa Econômica Federal. Terceiro, a deflação por qualquer índice de preços subestima a queda do valor real dos empréstimos logo após o choque, decorrente dos juros *overnight* muito abaixo da inflação, ficando igualmente subestimado o crescimento ocorrido a seguir.

Empréstimos contraídos antes do bloqueio podiam ser pagos com cruzados ou cruzeiros. Talvez por isto as estatísticas do BCB não distingam entre estes créditos e aqueles firmados em cruzeiros. Os valores referentes ao final de março, portanto, incluíram um valor importante de operações em cruzados, pois havia muitos negócios com prazos de trinta dias, mesmo nas últimas semanas antes do bloqueio.

O volume total de crédito informado pelo BCB está muito influenciado pela violenta queda nominal dos empréstimos da Caixa Econômica Federal em maio de 1990, da ordem de 42%, sendo que a CEF respondia por algo entre 35% e 39% dos empréstimos ao setor privado no início de 1990 (Tabela 4). Há igual redução no balancete consolidado

Tabela 5

NOTED TO THE PEOPLE

Final de período	Setor Público				Setor Privado							Total		
	Federal	Estadual	Municipal	Total	Rural	Indústria	Comércio	Interme- diários	Serviços	Pessoas Físicas	Habitagão		Total menos Habitagão	
1988 Dez.	9.741	13.306	1.669	24.716	6.328	15.402	3.396	523	5.635	2.090	23.750	33.374	57.124	1.840
1989 Jan.	12.035	15.458	1.954	29.437	7.889	18.919	4.264	541	6.319	2.441	29.230	40.373	69.603	99.040
1989 Fev.	12.226	16.750	2.206	31.222	10.821	20.218	4.406	594	7.181	2.521	34.690	45.741	80.431	111.653
1989 Mar.	12.463	18.983	2.430	33.776	10.167	21.437	4.598	629	7.614	2.894	41.443	47.329	88.778	122.054
1989 Abr.	13.399	21.028	2.849	37.276	11.900	23.672	5.433	574	8.031	3.308	47.633	52.818	100.451	137.727
1989 Mai.	14.607	23.227	3.146	40.980	13.149	25.901	6.031	1.211	9.456	4.038	52.731	57.766	112.517	153.497
1989 Jun.	17.656	27.304	3.995	52.455	13.647	27.897	6.699	1.011	11.114	4.673	65.548	65.127	130.675	183.130
1989 Jul.	24.830	37.553	4.974	67.357	18.147	36.794	8.282	6.550	14.550	5.680	84.582	90.003	174.588	241.945
1989 Ago.	37.775	47.775	6.498	87.025	22.675	49.142	11.107	7.906	19.007	7.689	110.302	117.526	227.829	314.853
1989 Set.	51.524	88.352	8.787	148.663	28.782	67.728	16.304	12.457	25.848	9.748	171.483	160.867	332.354	481.217
1989 Out.	75.140	136.933	12.224	224.297	38.660	92.903	22.738	16.290	36.183	13.208	246.943	219.974	466.817	691.114
1989 Nov.	102.017	176.000	16.257	294.274	49.584	135.160	30.485	24.172	50.574	10.223	341.931	308.198	649.989	944.263
1989 Dez.	176.854	313.604	24.537	539.995	66.877	213.742	40.486	38.991	81.975	26.170	569.253	475.661	1.044.914	1.584.909
1990 Jan.	274.452	531.359	39.603	835.408	124.680	332.638	65.807	57.537	115.719	37.738	891.313	734.219	1.625.732	2.461.140
1990 Fev.	458.868	897.843	66.092	1.422.803	203.763	555.240	107.683	101.922	197.780	64.162	1.540.532	1.230.550	2.771.082	4.193.885
1990 Mar.	738.519	1.615.992	118.974	2.473.385	302.921	845.485	160.093	184.550	287.351	110.141	2.872.198	1.890.541	4.762.740	7.236.125
1990 Abr.	898.801	1.790.925	136.793	2.826.519	385.447	1.099.651	194.511	174.629	352.011	112.794	2.978.836	2.528.843	5.307.479	8.133.998
1990 Mai.	763.654	1.369.762	142.964	2.274.380	492.065	1.214.537	222.322	184.811	361.550	134.052	2.318.483	2.609.397	4.927.880	7.202.260
1990 Jun.	853.958	1.468.316	149.927	2.472.200	559.767	1.339.784	273.655	207.028	418.541	121.935	2.547.180	2.918.690	5.465.870	7.938.970
1990 Jul.	892.367	1.629.673	170.815	2.692.853	637.335	1.562.149	330.473	231.212	472.968	154.486	2.884.375	3.369.123	6.223.702	8.916.555
1990 Ago.	953.533	1.754.288	199.381	2.897.202	657.362	1.783.751	453.900	255.774	601.772	153.982	3.131.187	3.904.551	7.035.738	9.932.940
1990 Set.	1.088.555	1.956.792	230.794	3.276.141	753.438	2.058.958	569.384	227.559	768.513	169.316	3.459.313	4.541.169	8.040.482	11.316.623
1990 Out.	1.183.935	2.288.371	270.767	3.723.053	949.595	2.436.135	659.448	255.121	877.959	186.446	3.941.002	5.365.694	9.306.696	13.029.749
1990 Nov.	1.267.246	2.676.658	328.019	4.567.823	1.131.596	2.930.325	729.681	295.738	1.015.054	218.905	4.971.644	6.321.299	10.888.943	15.456.866
1990 Dez.	1.826.605	3.265.437	316.215	5.408.257	1.333.919	3.507.661	880.273	360.234	1.229.765	245.722	5.489.088	7.537.474	13.026.562	18.434.819
1991 Jan.	2.271.174	3.965.179	368.299	6.604.652	1.592.667	4.157.202	953.883	432.404	1.343.089	303.531	6.639.594	8.782.796	15.422.395	22.027.047

Fonte dos dados brutos: Boletim do Banco Central do Brasil, vol.28, n.7-9, jul/set 1992 (Tabela 1.3.14).

Tabela 5.1

OPERAÇÕES DE CRÉDITO DO SISTEMA FINANCEIRO POR TOMADOR FINAL - VALORES REAIS (INPCI, dez.1988 = 100)
1988-91

Final de período	Setor Público				Setor Privado								Total
	Federal	Estadual	Municipal	Total	Rural	Indústria	Comércio	Interme- diários Financeiros	Outros Serviços	Pessoas Físicas	Habitação	Total menos Habitação	
1988 Dez.	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
1989 Jan.	91,12	85,75	86,42	87,91	92,02	90,67	92,68	76,95	82,77	86,21	90,84	89,34	89,32
Fev.	79,62	80,05	83,85	80,14	108,48	83,28	82,31	72,05	80,84	76,52	92,66	86,95	86,55
Mar.	76,64	82,76	87,22	80,85	96,25	83,34	81,11	72,05	80,94	82,95	104,55	84,95	89,34
Abr.	75,25	87,61	94,63	83,61	103,37	85,20	88,69	60,84	79,61	87,74	111,18	87,73	93,29
Mai.	71,25	82,94	89,57	78,78	98,73	79,91	84,38	110,02	79,74	91,90	105,50	85,12	89,12
Jun.	66,71	84,90	87,90	77,93	79,19	66,51	72,43	77,02	72,42	82,10	101,34	71,66	82,17
Jul.	73,47	81,35	85,90	78,55	82,66	68,85	70,29	360,97	74,42	78,33	102,65	77,73	85,21
Ago.	72,77	77,70	84,26	76,20	77,55	69,05	70,78	337,15	73,00	79,62	100,51	76,21	83,26
Sep.	83,96	105,61	83,57	95,60	72,19	69,80	76,20	378,05	72,81	74,03	114,61	76,51	93,33
Out.	88,24	117,72	83,78	103,81	69,88	69,00	76,59	356,28	73,45	72,24	118,89	75,39	96,60
Nov.	80,69	101,91	75,04	91,73	69,37	67,61	69,16	356,08	69,15	67,18	110,88	71,15	88,89
Dez.	92,46	129,60	74,87	111,27	53,82	70,68	71,83	379,88	74,09	63,77	122,07	72,58	98,63
1990 Jan.	85,31	118,64	71,85	102,35	59,66	65,40	58,68	333,70	62,18	54,67	113,66	56,62	91,06
Fev.	81,98	117,43	68,92	100,18	56,04	62,74	55,10	339,15	61,08	53,43	112,89	54,17	89,18
Mar.	72,43	116,02	68,04	95,60	45,73	52,44	45,03	337,09	48,71	50,34	115,53	54,11	84,46
Abr.	76,87	112,13	68,28	95,27	52,03	59,48	47,72	278,16	52,04	44,96	104,48	58,13	82,80
Mai.	60,70	79,92	66,50	71,44	60,37	61,22	50,82	274,31	49,81	49,29	75,78	60,70	68,32
Jun.	60,96	76,73	62,47	69,55	61,40	60,44	56,03	275,28	51,65	40,57	74,58	60,01	67,45
Jul.	56,56	75,62	63,19	67,27	60,23	62,85	60,09	272,97	51,83	45,64	74,21	62,33	67,27
Ago.	53,98	72,57	62,46	64,52	57,18	63,75	73,57	269,19	58,78	40,03	72,57	64,40	68,80
Sep.	53,93	70,84	66,61	63,85	57,36	64,40	80,77	209,60	65,70	37,64	70,98	65,55	66,61
Out.	51,17	71,77	68,30	63,41	63,17	66,59	81,75	206,16	65,59	37,55	69,86	67,68	67,02
Nov.	57,78	72,43	70,76	66,54	64,39	68,59	77,36	203,60	64,86	37,71	69,25	68,20	68,00
Dez.	56,67	74,17	57,26	66,13	63,70	68,93	76,56	208,16	65,95	35,53	69,85	68,25	68,07
1991 Jan.	58,26	74,46	55,14	66,77	62,89	67,44	70,18	206,58	59,55	36,29	69,85	65,75	67,25

Fonte: Tabela 5 e Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.

Tabela 5.2
 OPERAÇÕES DE CRÉDITO DO SISTEMA FINANCEIRO AO SETOR
 PRIVADO POR TOMADOR FINAL - SALDOS DESCONTADOS OS
 JUROS DOS DI ACUMULADOS NO MÊS (dez.1989 = 100)
 1989-91

Final da Período	Indústria	Comércio	Outros Serviços	Pessoas Físicas
1989 Dez.	100,00	100,00	100,00	100,00
1990 Jan.	92,50	81,67	83,91	85,72
Fev.	85,61	74,27	79,70	80,99
Mar.	95,80	80,96	84,90	101,94
Abr.	118,53	93,57	98,94	99,31
Mai.	123,58	100,95	95,92	111,41
Jun.	124,54	113,61	101,52	92,65
Jul.	127,14	119,99	100,34	102,66
Ago.	128,82	146,30	113,32	89,65
Set.	126,55	156,19	123,17	81,99
Out.	122,77	148,32	115,37	76,75
Nov.	120,02	133,37	108,40	73,23
Dez.	112,43	123,06	102,78	64,33
1991 Jan.	107,93	110,52	90,92	64,37

Fonte: Tabela 5 e Tabela 6.

da CEF, nas operações de crédito e arrendamento mercantil (BCB, 1992a, p. 61-62, col. 38-43) e nos depósitos do FGTS (idem, p. 63, col. 30), sem qualquer explicação.⁵

Considerando também que os créditos habitacionais têm prazo longo de maturação⁶, sendo pouco sensíveis no curto prazo a fatores que afetam bastante as operações usuais de financiamento de capital de giro das empresas, contratadas por no máximo trinta dias à época do

⁵ Esta redução deve ser atribuída à segregação das operações do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), até então incluídas nos balancetes da CEF (mas o Boletim Mensal do BCB (1992a) destaca as operações do FGTS apenas a partir de junho de 1990). Sendo assim, tais operações deveriam continuar incluídas nos totais de crédito do sistema, já que antes o eram, como parte do crédito total da CEF.

⁶ Para afastar inteiramente os efeitos provocados pelos prazos diferenciados dos empréstimos, seria conveniente retirar da Tabela 4 os valores referentes ao sistema BNDES. Preferiu-se não fazê-lo, já que seria impossível realizar igual exclusão na Tabela 5. As operações do BNDES somavam em média só 5% dos empréstimos ao setor privado (Tabela 4) e não há sinais de distorções semelhantes em seus números.

choque, optou-se por destacar nas duas tabelas uma série de totais excluindo o sistema habitacional: na Tabela 4, a série de empréstimos ao setor privado exclusive CEF/CEE/SCI/APE⁷, instituições que operam este tipo de crédito; na Tabela 5, a série operações de crédito ao setor privado menos habitação.

O outro problema no tratamento dos números é o critério de deflação a ser utilizado para isolar, na variação dos estoques de final de período, o que pode ser atribuído a fluxos originais de empréstimos ou à simples correção do valor preexistente pelos encargos das operações em curso. Este problema é mais grave quando as taxas de juros divergem muito entre si e frente à inflação, como em março e abril: Índice Nacional de Preços ao Consumidor - INPC, 82,18% e 14,67%, respectivamente, e juros dos Depósitos Interfinanceiros - DI⁸ de 36,39% e 5,12% (Tabela 6). Para contornar esta dificuldade, o volume de crédito informado pelo BCB aparece nas Tabelas 4.2 e 5.2 descontado dos juros diários dos DI acumulados no período.

O refinanciamento dos juros dos empréstimos representa aumento do crédito (embora o refinanciamento da correção monetária possa não afetar seu volume real), mas é válido medir quanto variou o total do crédito além da simples incorporação dos encargos devidos, como uma indicação da intensidade da demanda e oferta de empréstimos. Esta distinção é particularmente útil porque entre as operações criadas a partir de 19/3/1990 e o estoque preexistente havia uma diferença qualitativa não explicitada nas tabelas originais do BCB.

⁷ Caixa Econômica Federal, Caixas Econômicas Estaduais, Sociedades de Crédito Imobiliário e Associações de Poupança e Empréstimos. As CEE passaram por muitas dificuldades nos anos anteriores ao Plano Collor. As APE e as SCI independentes praticamente desapareceram. Muitas SCI foram incorporadas ao banco múltiplo do seu conglomerado bancário a partir de 1988. Para se obter um número preciso, os valores referentes a crédito imobiliário teriam que incluir também uma parte desconhecida do valor atribuído aos bancos múltiplos na Tabela 4.

⁸ Os Depósitos Interfinanceiros - DI são negociados apenas entre instituições financeiras, geralmente com prazo de um dia. É um mercado bastante ativo. O juro aí praticado se forma a partir da taxa *overnight* praticada nos negócios com títulos federais entre instituições financeiras, mercado em que o BCB pode intervir diretamente e que é conhecido como mercado Selic ou mercado de reservas bancárias. A partir dos juros praticados nos DI os bancos definem as taxas para a captação dos Certificados de Depósitos Bancários (CDB) e para a concessão de empréstimos de diferentes prazos. *Hot money* é o crédito de curtíssimo prazo, geralmente por um dia ou com renovação diária, com juro fixado a partir da taxa diária dos DI mais um pequeno acréscimo, ou sem acréscimo. São operações de valor elevado e restritas a tomadores de grande porte e baixo risco. Por vezes são fechadas com prazo um pouco maior e juro prefixado ou atrelado à taxa diária.

2.1.3 Juros

Há pelo menos três restrições importantes à utilização das taxas de juros como indicador do nível de liquidez logo após o bloqueio da liquidez em março de 1990: o BCB continuou a balizar as taxas *overnight* diariamente; os bancos adotaram uma postura cautelosa por conta de dificuldades operacionais; são precários os dados disponíveis para as primeiras três semanas após o choque.

Retomadas as atividades bancárias na segunda-feira 19/3, o BCB anunciou que não mais balizaria o juro *overnight* intervindo no mercado logo no início da manhã, como era praxe até então. Propunha-se a atuar ao longo do dia apenas para sinalizar ou moderar tendências, sem definir o juro.* Na prática, contudo, o mercado continuou se orientando pela intervenção diária do BCB, agora realizada ao final do dia.¹⁰ Com as dificuldades operacionais do sistema Selic¹¹ (analisadas em 2.2.5), os bancos tinham que operar sem saber qual era sua posição de caixa. Para evitar problemas, o BCB financiava as instituições que precisassem de dinheiro, praticando taxas *overnight* que refletiam a sua avaliação sobre os desdobramentos do programa de estabilização, sem necessariamente buscar uma aderência precisa às reais condições de liquidez da economia. Sua utilidade como indicador da liquidez fica bastante prejudicada, portanto.

Basta ver que o juro *overnight* diário manteve-se rigorosamente estável até meados de abril (de 17,97% ao mês a 18,01% ao mês entre 19/3 e 30/3, projetando juro acumulado de 6,16% na quinzena; e de 9,21% ao mês a 9,22% ao mês entre 2/4 e 11/4, projetando juro acumulado de 6% para abril, caso a taxa *over* se mantivesse neste mesmo nível nos dezanove dias úteis do mês). Em 16/4 anunciou-se que o BTN teria variação zero em abril: as taxas *over* despencaram de imediato, embora passassem a apresentar variações maiores (de 4,36% ao mês a 4,62% ao mês até 27/4, saltando para 5,96% ao mês em 30/4 e 6,97% ao

* "Não vamos tabelar os juros, pois o ideal é que o próprio mercado se acerte", afirmou o diretor de política monetária do BCB, Luis Eduardo Assis (Gazeta Mercantil, 23/3/90, p. 21; O Estado de S. Paulo, 23/3/90, p. 6). Na mesma entrevista, porém, reconheceu que as taxas do *over* continuariam servindo como referência e deixou claro que o BCB iria se orientar pela variação diária do BTN fiscal, fazendo inclusive contas para indicar um juro real do *over* em torno de 3% ao mês.

¹⁰ Em 19/3, às 20:00, o BCB financiou carteiras de LFT por um dia, a 18,01% a.a. (Gazeta Mercantil, 20/3/1990, p.25).

¹¹ O Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic) registra e liquida os movimentos entre os bancos e o BCB e os negócios entre instituições financeiras, além de custodiar estes títulos.

Tabela 6
BTN E OVERNIGHT (TÍTULOS PÚBLICOS E DI), TAXAS NOMINAIS E REAIS, CORREÇÃO CAMBIAL, INPC E PARIDADE CAMBIAL
1990-91

Em percentagem

Período		BTN		OVERNIGHT-TÍTULOS PÚBLICOS		OVERNIGHT-CDI		CORREÇÃO CAMBIAL	INPC	PARIDADE CAMBIAL jan.1990=100)
		Nominal (a.m.)	Real (INPC) (a.a.)	Nominal (a.m.)	Real (INPC) (a.a.)	Nominal (a.m.)	Real (INPC) (a.a.)			
1990	Jan.	56,11	-59,1	67,59	-4,3	68,23	0,2	54,59	68,19	100,00
	Fev.	72,78	-8,0	82,05	72,2	79,94	49,7	65,31	73,99	96,06
	Mar.	41,28	-95,3	36,75	-96,8	36,39	-96,9	59,34	82,18	82,97
	Abr.	0,00	-80,7	4,24	-68,2	5,12	-64,8	27,03	14,67	92,47
	Mai.	5,38	-19,6	5,70	-16,6	5,94	-14,3	9,06	7,31	95,54
	Jun.	9,61	-19,8	8,80	-26,6	9,38	-21,8	9,35	11,64	93,39
	Jul.	10,79	-17,8	13,81	13,4	14,34	19,9	16,46	12,62	98,79
	Ago.	10,58	-15,8	11,50	-7,0	12,65	5,1	7,88	12,18	97,90
	Set.	12,85	-13,8	15,22	10,6	17,50	39,9	5,27	14,26	91,52
	Out.	13,71	-7,3	16,47	23,6	21,96	114,8	25,98	14,43	104,06
	Nov.	16,64	-2,8	19,80	33,9	23,05	84,6	29,39	16,92	116,45
	Dez.	19,39	2,5	22,84	44,3	27,78	131,7	25,54	19,14	121,52
1991	Jan.	20,21	-7,1	21,02	0,7	23,46	28,0	24,97	20,95	125,72

Fontes: Dados básicos - Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto, Banco Central do Brasil, Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos Privados, Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, Revista Análise Financeira, Fundo Monetário Internacional, Gazeta Mercantil e The Economist. Elaboração: Centro de Análise Macroeconômica/FUNDAP e o autor.

mês no começo de maio).¹² Daí resultaram os juros reais fortemente negativos no *overnight* acumulado nos meses de abril e maio (Tabela 6). Para março, o efeito maior se deveu à "eliminação" da inflação acumulada na primeira quinzena e ao feriado bancário.

A segunda restrição é que os muitos problemas operacionais enfrentados pelos bancos reduziam ainda mais a disposição para fazer negócios nos primeiros dias, tanto na captação quanto na aplicação. Em certos momentos os bancos suspendiam o crédito, ou restringiam muito as operações, apenas pelas dificuldades em conhecer sua posição na reserva bancária junto ao BCB, enquanto outros intensificavam os negócios para repassar cruzeiros acumulados e gerar receitas. As taxas de juros nestes momentos incluíam os efeitos de tais dificuldades operacionais, portanto, além dos efeitos do nível de liquidez geral e da demanda do público por crédito.

A terceira restrição é a precariedade dos dados disponíveis. A série de taxas diárias de CDB da Associação Nacional dos Bancos de Investimento e Desenvolvimento (ANBID) não traz informações para março, da mesma forma que a série de dados para as quartas-feiras da revista *Análise Financeira* (*Análise Financeira*, 1992). Para o crédito, existe apenas o número desta última para 28/3. Restam os dados que a imprensa diária divulgava na época, cuja precisão é discutível, pois não se sabe o tamanho da amostra nem os critérios de cálculo da média.

Por estas informações, o *hot money* (taxa diária comparável à do *overnight*) subiu de 20% a 22% ao mês no dia 20/3 para 28% a 30% ao mês, no dia seguinte, chegando a 33% a 35% ao mês em 2/4. Neste mesmo dia, a taxa cobrada por um empréstimo de 30 dias ficava em 31% ao mês, contra uma faixa de 25% a 50% ao mês no fim de março. Pela imprensa diária, os juros começaram a recuar com rapidez a partir de 3/4. No dia 4/4, o juro diário do *hot* estava entre 15% e 18% ao mês, com as operações de 30 dias custando entre 18% e 21% ao mês. A partir daí, podem ser utilizadas as taxas informadas na tabelas 6 e 7.

¹² Em todos os casos, taxas diárias *overnight* expressas em base mês. O juro diário corresponde à taxa diária em base mês dividida por 30. O juro projetado para um período é a capitalização do juro diário pelo número de dias úteis do período.

Tabela 7
CDB E CAPITAL DE GIRO (1) - OPERAÇÕES PREFIXADAS POR 30 DIAS - TAXAS
NOMINAIS (AO MÊS) E REAIS (AO ANO) (2)

Em percentagem

Período	NOMINAIS (a.m.)		REAIS (INPC) (a.a.)	
	CDB	Giro	CDB	Giro
1990 03/Jan	66,41	70,00	-19,20	5,95
10/Jan	69,21	70,00	-35,67	-30,95
17/Jan	72,64	79,00	-46,66	-16,42
24/Jan	87,61	80,00	-5,72	-41,76
31/Jan	77,84	89,00	-29,39	48,77
07/Fev	81,18	85,00	-0,04	30,36
14/Fev	77,84	88,00	-1,31	95,10
21/Fev	66,41	88,00	-45,13	140,74
28/Fev	69,21	93,00	-60,47	94,51
07/Mar	55,57	95,00	-60,61	501,31
14/Mar	55,57	95,00	43,10	2084,59
21/Mar	11,00	-----	-90,95	-----
28/Mar	23,83	35,00	12,04	220,59
04/Abr	14,35	21,00	2,97	105,91
11/Abr	11,00	15,00	-7,61	43,36
18/Abr	5,26	8,00	-47,35	-27,25
25/Abr	5,49	7,00	-30,69	-16,60
02/Mai	7,93	10,00	11,24	41,75
09/Mai	7,57	10,00	-7,75	22,46
16/Mai	7,57	9,00	-14,86	-1,90
23/Mai	7,19	10,00	-29,51	-2,36
30/Mai	7,57	10,00	-36,45	-15,64
06/Jun	9,43	11,00	-25,96	-10,87
13/Jun	11,89	13,50	-2,78	17,16
20/Jun	12,59	15,00	-1,29	29,18
27/Jun	13,76	17,00	12,49	59,86
04/Jul	14,91	17,00	28,56	62,03
11/Jul	13,46	17,00	13,08	66,01
18/Jul	14,35	16,00	27,33	53,45
25/Jul	12,70	15,00	9,58	41,71
01/Ago	10,74	13,00	-9,11	17,63
08/Ago	10,46	13,00	-19,93	6,76
15/Ago	11,52	14,00	-13,48	14,37
22/Ago	13,87	17,00	-1,60	38,38
29/Ago	13,96	16,00	-11,91	10,59
05/Set	15,94	18,00	5,08	31,76
12/Set	17,60	20,00	30,11	68,23
19/Set	17,18	20,00	31,36	77,45
26/Set	17,46	20,00	42,69	87,17
03/Out	18,92	23,00	67,39	154,70
10/Out	24,37	27,00	164,34	244,83
17/Out	24,22	28,00	158,52	276,01
24/Out	19,17	23,00	41,89	110,63
31/Out	21,15	24,00	56,36	109,76
07/Nov	21,74	26,50	41,35	127,30
14/Nov	23,99	26,00	66,37	104,86
21/Nov	24,75	27,00	54,01	93,83
28/Nov	23,43	27,00	42,33	103,49
05/Dez	22,12	27,00	34,85	119,09
12/Dez	20,85	26,00	19,71	100,59
19/Dez	22,57	26,00	42,87	101,93
26/Dez	22,12	26,50	23,84	91,90
1991 02/Jan	23,51	27,00	28,56	82,34
09/Jan	23,43	26,00	16,04	50,89
16/Jan	24,60	28,00	51,12	111,94
23/Jan	26,63	28,50	66,95	102,07
30/Jan	28,09	30,00	74,23	111,32

Fonte dos dados brutos: Dados Básicos - Fundação Getúlio Vargas, Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística e Revista Análise Financeira.

(1) Taxas médias de mercado às quartas-feiras, apuradas pela Revista Análise Financeira. Para o capital de giro, taxas médias cobradas por empréstimos de 30 dias nas agências de bancos de médio e grande porte. Consideram-se as quartas-feiras porque neste dia é mais freqüente que as operações tenham prazo de 30 dias corridos.

(2) Desfacionadas pela variação do índice de preços no período da operação, calculada pela razão entre o número de dias úteis de cada mês incluído na operação e o número total de dias úteis deste mesmo mês. A anualização do resultado é feita pelo expoente: 360/número de dias corridos da operação.

2.1.4 Atividade produtiva e mercados de risco

Os preços dos ativos de risco caíram de forma acentuada logo após o choque, da mesma forma que o nível de atividade (Tabela 8).¹³ Este quadro começou a se reverter já no fim de março¹⁴, tendência que iria aparecer mais claramente nas primeiras semanas de abril, quando as ações voltaram a subir e surgiram os primeiros sinais de recuperação do comércio. O aumento das vendas, além de afastar o receio de recessão catastrófica, transmitiu-se logo em seguida à indústria. A demanda por ativos reais e de risco apresentou ao mesmo tempo forte recuperação. O índice da Bolsa de Valores de São Paulo subiu 114,3% em abril e o ouro, 44,3%.¹⁵

Todos estes indicadores apontam na mesma direção sugerida pelos dados referentes ao crédito e aos juros: depois da contração súbita e intensa da liquidez logo após o bloqueio dos cruzados, a capacidade de gasto dos agentes econômicos recuperou-se com rapidez.

Um indicador de preço de imóveis em lançamento na cidade de São Paulo¹⁶ mostra elevação de 12,7% em junho de 1990 sobre a posição de janeiro do mesmo ano. Já o preço da terra agrícola acusa queda de apenas 5,1% no primeiro semestre de 1990 em relação ao semestre anterior, no qual teria ocorrido firme movimento de especulação com ativos reais.¹⁷ Nos dois casos, pode-se afirmar que o preço dos imóveis não mostra o forte efeito deflacionista que deveria se seguir ao bloqueio da liquidez.

¹³ Para uma discussão sobre o uso destes indicadores na análise de choques antiinflacionários, ver Carvalho (1992, p. 163-164) e Giambiagi (1989, p. 15) e também a seção 1.4.

¹⁴ O dólar paralelo despencou de NCz\$ 82,00 em 13/3 para Cr\$ 45,00 na reabertura dos bancos, em 19/3, subindo em seguida para Cr\$ 55,00 em 23/3 e Cr\$ 65,00 em 30/3 (*Análise Financeira*, 1992).

¹⁵ A alta das bolsas de valores no início de abril foi reforçada pela decisão da CVM de ampliar de dez para trinta dias o prazo máximo para pagamento do resgate de cotas dos fundos mútuos de ações, o que lhes permitiu reduzir o ritmo de vendas (*Gazeta Mercantil*, 4/4/1990, p.24). Houve também a decisão do Congresso Nacional de alterar o período de cálculo do IOF sobre ações (ver seção 3.2) para 13/3/1990 a 30/3/1990, quando as cotações estavam bastante deprimidas, com o que se reduziu muito o imposto devido (*Gazeta Mercantil*, 12/4/1990, p.1).

¹⁶ Média do preço do m² de imóveis em lançamento em alguns bairros de São Paulo (Jardins, Moema, Morumbi, Santana, Sumaré/Perdizes, Vila Mariana, Vila Olímpia), a partir dos dados semestrais de Lopes (1992). Um índice 100 em janeiro de 1989 vai a 125 em junho, 98 em janeiro de 1990, 110,5 em junho seguinte e 93,25 janeiro de 1991 (INPC).

¹⁷ O preço médio da terra agrícola no primeiro semestre de 1990 ficou apenas 5,1% menor que no segundo semestre de 1989, registrando queda de 7,3% no preço médio no segundo semestre de 1990, quando os sinais de recessão econômica se tornaram mais fortes (*Agroanalysis*, diversos números). Como estão disponíveis apenas preços médios para todo o semestre não é possível separar o movimento ocorrido apenas depois do bloqueio da liquidez.

Tabela 8

INDICADORES DA ATIVIDADE PRODUTIVA E PREÇOS DE ATIVOS DE RISCO

Mês	Indústria Brasileira ¹		Indústria SP ³		Comércio Varejista Grande São Paulo ⁶				Ibovpsa ⁸	Dólar paralelo ⁹	
	Duráveis ²		IMR ⁴		Geral		Derivados ⁵				
	1988	1990	1988	1990	1988	1990	1988	1990			
Jan	107,81	111,04	101,19	121,24	98,2	98,2	136,65	132,96	130,63	10 049	57,50
Fev	107,41	105,14	111,32	120,75	100,0	94,1	134,96	139,85	130,83	16 597	65,00
Mar	122,16	107,32	142,19	114,45	102,3	83,3	136,04	162,01	126,69	7 275	65,00
Abr	111,43	78,75	123,58	72,58	101,5	62,8	134,27	138,35	120,78	15 587	74,00
Mai	115,32	108,23	127,98	142,95	97,9	80,3	134,07	131,86	113,52	14 643	88,00
Jun	127,17	111,81	140,76	105,52	99,6	87,0	126,91	133,59	110,28	17 618	88,00
Jul	127,20	125,32	126,85	128,49	98,7	94,3	130,60	132,37	96,44	29 822	81,00
Ago	134,92	132,88	156,20	180,88	98,1	97,9	131,92	131,93	108,08	25 071	81,50
Set	129,70	125,27	141,76	148,39	98,1	98,4	138,70	115,50	92,33	23 099	89,50
Out	123,97	128,87	141,18	160,35	95,0	97,3	101,72	112,85	85,90	17 848	113,00
Nov	116,73	116,47	141,65	149,05	97,1	90,5	104,44	119,86	86,56	26 510	165,00
Dez	108,21	92,42	116,64	92,11	97,3	80,9	149,04	137,97	107,09	25 154	186,00

Fontes: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística; Federação das Indústrias do Estado de São Paulo; Federação do Comércio do Estado de São Paulo; Bolsa de Valores de São Paulo; Revista Análise Financeira.

- (1) IBGE.
- (2) Bens de consumo duráveis.
- (3) FINEE.
- (4) Indicador do nível de atividade, com ajuste sazonal.
- (5) Nível de utilização da capacidade instalada.
- (6) Federação do Comércio do Estado de São Paulo.
- (7) Bens de consumo não-duráveis.
- (8) Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (fim do período).
- (9) Valor de venda (fim do período).

Para a estratégia do plano, como discutido na primeira seção, era fundamental romper a polarização das expectativas no sentido de alta permanente dos preços. Para tanto, se deveria impedir que os agentes econômicos dispusessem do grau de liquidez necessário para pressionar as cotações nos mercados de risco e estimular previsões altistas em geral. A retração do comércio elevaria os riscos de retenção de estoques e estimularia a venda de posições em ativos reais e de risco, até mesmo para financiar gastos correntes.

Tomados em conjunto, os indicadores do ano de 1990 confirmam a ocorrência deste quadro, com uma queda do PIB de 4,4%. Observando-se os números ao longo do ano, porém, observa-se que esta brutal recessão só iria se configurar plenamente no final do ano. Pode-se atribuir sua intensidade, portanto, às medidas de correção do plano adotadas em maio e em agosto-setembro, e não apenas ao bloqueio da liquidez e seus efeitos imediatos.

Acrescente-se que algum impacto recessivo era inevitável logo após o bloqueio, "dado o acúmulo defensivo prévio de estoques de matérias-primas e de produtos finais e o nível artificial assim gerado" (Zini, 1993, p. 316). Deve-se lembrar também que a economia já vinha dando sinais de desaceleração nos primeiros meses de 1990 (ao contrário do Cruzado e do Real, deflagrados em meio a firme tendência de expansão da economia). Há ainda a questão do efeito recessivo da redução da oferta provocada mais pelo impacto do bloqueio do que pela queda da demanda, pelo menos nas primeiras semanas (Bresser Pereira e Nakano, 1991b, p. 105). Todos estes aspectos reforçam a hipótese de que a redução da demanda causada pelo bloqueio não teria sido tão intensa como os indicadores de produção e vendas de 1990 podem sugerir.

A análise dos dados mensais de produção e vendas, porém, enfrenta pelo menos duas dificuldades importantes. Uma é a base de comparação, posto que 1989 foi um ano bastante atípico, com os desdobramentos do Plano Verão, a violenta alta da inflação no segundo semestre e as eleições presidenciais; por isto, optou-se pela comparação com 1988. A outra é o efeito de mudanças abruptas nas taxas mensais de inflação sobre as séries deflacionadas, além do caráter limitado de comparações mês a mês, mesmo quando se utilizam dados dessazonalizados.

Apesar de todas estas ressalvas, os indicadores de produção e venda evidenciam importante recuperação após o bloqueio, estendendo-se até mais ou menos o terceiro trimestre, seguida de forte contração, é o que se vê na Tabela 8. O Indicador de Nível de Atividade da FIESP com ajuste sazonal (INA) caiu drasticamente em março e abril de 1990, chegando a ficar 38% abaixo do mesmo mês de 1988. Mas esta diferença recuou para 18% em maio, 4,5% em julho, 1,2% em agosto e 2,4% positivos em outubro, mas com queda de 16,9% em dezembro (sempre na comparação com o mesmo mês de 1988). De maio a outubro de 1990, o INA aumentou 21,2%, enquanto o Nível de Utilização de Capacidade Instalada (NUCI) passou de 59,6% em abril para 68,2% em maio, com média de 78% no trimestre agosto-outubro, pouco abaixo dos 80,5% dos mesmos três meses de 1988. Os números do IBGE (todo o país) mostram tendência semelhante na comparação com 1988. Destaca-se o vigoroso desempenho da produção de bens de consumo duráveis já em maio, atingindo picos muito altos em agosto e outubro (superiores a todos os meses de 1988).

Os dados da Federação do Comércio do Estado de São Paulo para o comércio varejista na região metropolitana paulista confirmam o pico de maio, embora em patamar bem inferior a 1988. No geral os dados do comércio ficam bem abaixo do verificado dois anos antes, com exceção dos bens de consumo duráveis (em que o pico de maio é também maior que todos os meses de 1988, com a exceção esperada de dezembro). Este desempenho particularmente positivo dos bens duráveis pode ser tomado como indicativo de propensão a consumir mais alta, apoiada em recomposição do poder de gasto, como reação ao bloqueio ou em resposta a um quadro de inflação baixa, à semelhança do ocorrido em choques antiinflacionários anteriores.

2.2 FATORES DE CRIAÇÃO DE CRUZEIROS E DE AUMENTO DA LIQUIDEZ

A análise da remonetização logo após o choque deve responder à primeira pergunta básica apresentada no início do capítulo: o retorno rápido e desordenado da liquidez decorreu de problemas inerentes ao próprio bloqueio ou a erros e recuos na sua aplicação?

Há duas hipóteses a analisar. A primeira é de que o ritmo em que se expandiu a liquidez era inevitável por conta da própria concepção do plano, da natureza mesma das medidas e das condições da economia

brasileira. A segunda hipótese é de que o processo escapou ao controle e se acelerou devido a problemas de gerenciamento do plano (equivocos diversos e impossibilidade de resistir às pressões para afrouxamento das regras iniciais). A avaliação desenvolvida a partir dos dados disponíveis aponta para a primeira hipótese, sem que se negue a influência das pressões e equivocos verificados.

A análise se concentra nos números divulgados pelo BCB, apesar de suas limitações. Destaca-se a ausência de informações sobre a rubrica "outras contas", de peso muito alto entre os fatores condicionantes da base monetária de março a maio de 1990, bem como sobre a metodologia adotada na "conta de depósitos em NCz\$ - MP 168" (Tabela 9), o que recomenda cautela ao se tirarem conclusões sobre seus números (como se ressalta no Anexo 4). Os valores atribuídos às duas rubricas são muito altos e há grande número de divergências entre os dados contidos nas diferentes tabelas do BCB para o período. Ainda assim, a análise cuidadosa desses números permite uma compreensão ampla daquilo que de fato ocorreu, embora suas limitações e imprecisões relativizem as conclusões obtidas. Sendo os únicos dados oficiais disponíveis, são utilizados geralmente como a referência básica nos estudos sobre o Plano Collor, muitas vezes sem maiores cuidados.

A metodologia aqui adotada é de relacionar cada um dos fatores de remonetização e de aumento da liquidez com as situações de descontrole ocorridas logo após o bloqueio.¹⁸ Além de discutir o impacto de cada fator e o momento em que seus efeitos apareceram com mais intensidade, buscou-se classificá-los sob duas óticas, que podem ser sobrepostas. O objetivo da classificação é identificar em que medida os efeitos de cada um deles reforça uma ou outra das duas hipóteses apresentadas no começo desta seção.

A primeira ótica preocupa-se com o vínculo entre cada fator e a estratégia de bloqueio da liquidez. Cada fator de remonetização e aumento da liquidez pode ser classificado como inevitável (inevitável em qualquer programa com bloqueio da liquidez, ou inevitável nas condições e regras do Plano Collor) ou pode ser classificado como

¹⁸ Gnanetti da Fonseca (1991) adota a classificação dos "canais de retorno da liquidez" em legais e previstos, legais e não-previstos e ilegais.

evitável, decorrente de erros de gerenciamento do plano ou de afrouxamento das medidas devido a pressões.

Por esta primeira ótica, a preponderância de fatores inevitáveis reforçaria a primeira hipótese, mesmo se a inevitabilidade de cada fator analisado puder ser atribuída a condições e regras específicas do Plano Collor, e não a bloqueios da liquidez em geral. O predomínio de fatores evitáveis, ao contrário, confirmaria a segunda hipótese.

A segunda ótica discute a previsibilidade dos efeitos decorrentes das medidas adotadas. Cada fator deve ser considerado previsível caso fosse possível antever o aparecimento de seus efeitos depois do bloqueio. É preciso ainda avaliar se tais efeitos podiam ser evitados ou controlados, fossem eles previsíveis ou não.

A primeira hipótese seria reforçada caso preponderem fatores, previsíveis ou não, cujos efeitos não poderiam ser controlados, devendo ser assim atribuídos à natureza mesma do programa, a exemplo dos fatores de efeitos inevitáveis da primeira ótica. A segunda hipótese seria fortalecida caso predominem fatores que, podendo ser previstos ou não, produziram efeitos que poderiam ser controlados ou evitados: se não o foram, teria havido falhas de gerenciamento do programa ou pressões de algum tipo.

O Quadro 8 procura classificar por estes critérios os principais fatores de monetização e também os principais fatores de aumento da liquidez. Quando possível, indica-se a participação de cada um deles no crescimento da base monetária de março a maio de 1990 (Tabela 9) e do M₁ de 19/3 a 31/5 (Tabela 11). Os dados das Tabelas 9 e 11 são do BCB e os da Tabela 12 são estimativas do autor. Nas subseções seguintes e nos Anexos estes números são comentados, inclusive quanto à confiabilidade, e discutem-se os critérios para sua classificação de acordo com os parâmetros expostos no Quadro 8.

Os números demonstram a preponderância dos fatores de monetização e aumento da liquidez cujos efeitos eram inevitáveis, decorrentes da estratégia de bloqueio da liquidez ou das condições específicas do Plano Collor. Os fatores classificados como evitáveis (item 8 do Quadro 8) respondem por 27,9% da expansão do M₁ e por 10,3% do crescimento da base monetária até maio.

Quadro 8 Principais fatores de monetização e de aumento da liquidez

A. Fatores inevitáveis

A.1 Inevitáveis e de efeitos previsíveis, sob estrito controle:

- Impostos federais (menos superávit de caixa do Tesouro):

44,3% da expansão da base monetária e 8,8% do M₁.

A.2 Inevitáveis e de efeitos previsíveis, sob controle parcial:

- Conversão inicial: 35,6% do M₁

- Câmbio: 26,2% da base monetária e 5,2% do M₁

- Impostos estaduais e municipais e contribuições previdenciárias (75% do total):

30,9% da base monetária e 6,1% do M₁.

A.3 Inevitáveis e de efeitos imprevisíveis:

A.3.1 Decorrentes das regras do bloqueio:

- Manutenção de parte dos cruzados retidos como meio de pagamento, pela combinação da transferência de titularidade com o pagamento de impostos com a moeda retida

- Desvalorização real das dívidas de curtíssimo prazo (hot money)

A.3.2 Decorrentes das condições em que se fez o bloqueio:

- Empréstimos de liquidez aos bancos + depósitos de instituições financeiras

(abril e maio, Tab.9): 24,4% da base e 4,8% do M₁

- Descontrole dos bancos e financiamento pelo BCB (NCz\$ que deveriam ter sido recolhidos e só o foram em junho, Tab.11): 30,7% da base e 6,1% do M₁

- Inadiplência de devedores

B. Fatores evitáveis (à custa de desgaste político e social):

B.1 Evitáveis e de efeitos previsíveis, sob controle parcial:

- Rendimentos de cadernetas de poupança: 16,8% do M₁

B.2 Evitáveis e de efeitos imprevisíveis, incluídos no desenho original do programa:

- Impostos estaduais e municipais e contribuições previdenciárias

(25% do total): 10,3% da base monetária e 2,0% do M₁

B.3 Evitáveis e imprevisíveis, decorrentes de pressões políticas e sociais:

- As "torneirinhas" (item B, Tabela 11): 9,1% do M₁

Fonte: Tabelas 9, 11 e 12. Elaboração do autor

Quanto à distribuição no tempo, deve-se questionar o que teria ocorrido até a virada de março para abril, momento de clara inflexão dos indicadores analisados na seção 2.1, com sinais de aumento acelerado da liquidez. Até aquele momento, os efeitos dos fatores evitáveis se faziam sentir apenas parcialmente, o que enfraquece ainda mais a segunda hipótese em discussão.

Tabela 9
PRINCIPAIS FATORES CONDICIONANTES DA BASE MONETÁRIA

Descrição	Jan/90	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun/Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Fluxo em milhões de cruzéis				
											Out	Nov	Dez	Jan/91	
Operações com Títulos Federais	18095	222698	107734	-8927	-205073	-181266	53597	-41245	51175	214219	17930	176463	239218	-437430	
Tesouro Nacional	-593	26348	71212	109946	167658	348016	-1444	-11547	-28817	-51296	-49126	15957	-88741	87598	
Depósitos de Inst. Financeira. (1)	6252	46543	-52361	5626	65906	18571	54533	-6448	19308	-11170	8656	238	-17441	-13449	
Depósitos em NCzê - M.F. 168 (2)	0	0	-63278	323589	53026	313397	-258863	-778	-441	-35318	15533	-5947	36930	22906	
Assistência Financeira de Liquidez (3)	-844	-1654	37	18616	100298	119851	65553	-55610	-63651	-32277	-24711	-60433	148144	-84227	
Operações com o setor externo	-9557	-44828	-30404	86646	95879	152119	507	39727	37419	50247	16158	-32766	268091	113574	
Outras Contas	-439	3669	169418	-221159	60667	8926	1302	762	4712	4698	13646	6487	8962	-1195	
Base Monetária	12864	59704	202350	239733	339439	781524	-84782	-75184	20030	139773	-1845	106423	595008	-312145	

Fonte dos dados brutos: Banco Central do Brasil. "Nota para a Imprensa", 4/3/1991, p. 4.

Obs.: (1) Expansão e (-) Contração

(1) Inclui Depósitos Vinculados a: SBPE, Crédito Rural, Crédito ao Consumidor (Res. 1715) e Crédito ao Setor Público (Res. 1718).

(2) Inclui Depósitos Vinculados (transferência de cruzéis das Reservas Bancárias para cobertura de insuficiência, em cruzéis novos, nos depósitos a ordem do Banco Central.

(3) Inclui custos e penalidades.

A liberação de cruzados nas aplicações bloqueadas de aposentados e pensionistas, a "torneirinha"¹⁹ com maior volume (mais de metade do total, Tabela 11), foi autorizada apenas em 26/3 (BCB, Circular 1623) e quase metade do valor assim convertido só seria sacado em maio. Ressalte-se que a liberação a este título era uma possibilidade prevista já no art. 21 da MP 168 (*Gazeta Mercantil*, 1990).

Liberações para pagamento de folha salarial foram autorizadas já em 18/3 (BCB, Res. 1692), mas até fins de março as indicações disponíveis revelam pouca utilização de cruzados retidos para este fim²⁰, possivelmente devido às muitas dúvidas quanto às regras estabelecidas²¹. Até o início de abril a grande maioria das empresas pagou os salários na data prevista, aumentando o volume de dinheiro em poder do público. Justamente em 5 e 6 de abril faltou numerário em agências bancárias, conforme comentado na seção 2.1.

No caso dos rendimentos de cadernetas de poupança, um dado relevante é o saque líquido de Cr\$ 60 bilhões até 30/3, estimado pela Associação Brasileira das Empresas de Crédito Imobiliário e Poupança (ABECIP), número muito inferior ao total de rendimentos da Tabela 11 e ao total de saques de março a maio. Os saques devem ter aumentado em abril, possivelmente nos primeiros dias, nos quais se concentra grande número de cadernetas de baixo valor.

A expansão da liquidez até o fim de março deve ser atribuída no essencial, portanto, a fatores inevitáveis em um programa com bloqueio da liquidez ou a fatores resultantes das regras e das condições de implementação do programa de março de 1990. No começo de abril entrou em cena um fator evitável, o crédito em cruzeiros dos rendimentos das cadernetas de poupança. Nestes mesmos dias, contudo, o salto abrupto do papel-moeda em poder do público (Tabela 1) foi estimulado pelo

¹⁹ A expressão "torneirinha" tornou-se bastante comum na época, designando os canais por onde estaria ocorrendo o "vazamento" da moeda bloqueada.

²⁰ O Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal ofereciam créditos para pagamento de salários já em 21/3 (*Gazeta Mercantil*, 22/3/1990, p.27), mas a demanda não foi a esperada. Até 30/3, o BB havia liberado Cr\$ 10,2 bilhões, mas Cr\$ 10 bilhões eram financiados com recursos próprios. Só Cr\$ 217 milhões tiveram origem em cruzados retidos, atendendo a apenas 400 empresas em todo o país (declarações de Alberto Policaro, presidente do BB, *Gazeta Mercantil*, 2/4/1990 p. 21). Em 3/4, Ibrahim Eris se declarou surpreso com a baixa demanda pela linha de crédito de até Cr\$ 15 milhões aberta dias antes (*Folha de S. Paulo*, 4/4/1990, B1). Até 3/4, a CEF teria atendido apenas 119 empresas com folha salarial até Cr\$ 3 milhões (*Folha de São Paulo*, 5/4/1990, B6).

²¹ As Circulares 1634, 1636 e 1637 (BCB, 29/3/1990) ampliaram os limites para utilização dos cruzados retidos no pagamento de salários e também as garantias dos bancos, tudo para estimular sua utilização.

pagamento dos salários. A realização destes pagamentos no dia previsto e com pouca utilização do financiamento especial (outra "torneirinha") confirmou a recuperação da liquidez nas semanas anteriores.

As subseções seguintes analisam os fatores listados no quadro e fundamentam a classificação adotada.

2.2.1 Conversão inicial

Os haveres financeiros foram convertidos ao par (descontando-se a referida incidência do IOF), mas apenas uma parte ficou disponível de imediato para seus titulares. Do M_4 de NCz\$ 4,2 trilhões em 13/3²², a liberação inicial foi de Cr\$ 1,4 trilhão (Tabela 11), gerando base monetária de Cr\$ 197,3 bilhões e M_1 de Cr\$ 464,1 bilhões em 19/3, quando os bancos reabriram (Tabela 1).

Pela classificação proposta, a conversão inicial era um fator de monetização previsível, mas sob controle apenas parcial. Isto porque a equipe que elaborou o bloqueio podia chegar a estimativas razoáveis sobre o impacto das regras adotadas, mas não a números exatos. Embora não fossem divulgados regularmente na época dados sobre a distribuição das cadernetas de poupança por faixa de valor, a equipe do novo governo teve acesso a eles, mas não se pode descartar a ocorrência de alterações relevantes nestes números pela ocorrência de movimentos inesperados nas últimas semanas ou dias antes do anúncio do plano. Poderia não haver tempo suficiente para que tais movimentos fossem registrados pelas estatísticas ou para que chegassem ao conhecimento da equipe que dava os contornos finais ao plano. Fato é que não foram divulgadas metas para a conversão inicial e não se tem como saber se o realizado esteve de acordo com o pretendido.²³

Comentando os critérios que teriam orientado a fixação de limites para a conversão, Belluzzo e Almeida (1991, p.82) defendem que "o governo pretendia reduzir a liquidez (M_4) de cerca de 25% do PIB para algo como 10%, um nível que, segundo comparações com outros países, era considerado satisfatório para amparar as transações monetárias na economia. (...) A conversão de recursos deveria corresponder aproximadamente aos requerimentos mínimos de liquidez necessários ao

²²"Programação Monetária para 1990 e 1º Trimestre de 1991" (Folha de S. Paulo, 30/5/1990, p. B-12).

²³A versão de que o limite teria sido "sorteado" foi desmentida nas entrevistas realizadas pelo autor.

curso da moeda-transação, ou seja, ao gasto corrente (consumo) familiar e ao gasto corrente (capital de giro) das empresas. (...) Um pressuposto teórico deve ter sido assumido quando da concepção da reforma: os recursos excedentes ao percentual de aproximadamente 10% do PIB não deveriam ser classificados como moeda-transação mas sim como moeda-especulação. Por isso, se o bloqueio recaísse sobre esta última, isto não comprometeria o prosseguimento das transações, ou seja, a produção e vendas na economia, exceto em alguns casos". Na apresentação do programa, a ministra Zélia Cardoso de Mello declarou que "a parcela dessa massa de recursos que realmente for poupança, no sentido amplo, continuará no Banco Central, já que o plano vai dar certo. A parcela desses recursos que corresponde a comprometimentos do dia-a-dia das empresas será retirada sob a forma dos 20%, tendo como pressuposto a idéia de que as aplicações apresentem volume correspondente ao porte dos agentes econômicos" (*Gazeta Mercantil*, 17/3/1990, p. 2).

O bloqueio da liquidez atingiu os haveres financeiros de formas diferenciadas, de acordo com as regras da Medida Provisória 168): o papel-moeda em poder do público foi convertido de forma integral e imediata, mantendo-se as cédulas em circulação; os depósitos à vista²⁴ e as cadernetas de poupança tiveram liberação imediata de até Cr\$ 50.000,00 (pelo câmbio oficial de 13/3/1990, US\$ 1.300,00; pelo paralelo, US\$ 610,00); as aplicações *overnight* e as contas remuneradas²⁵, até Cr\$ 25 mil ou 20% do total, valendo o maior; os fundos e os depósitos a prazo, 20%. Os limites deveriam ser calculados por aplicador e por instituição (quem tinha depósitos em diversos bancos teria direito à liberação de acordo com as regras em cada um deles). A MP 160 determinou a cobrança extraordinária de 8% de imposto sobre operações financeiras (IOF) sobre os haveres não-monetários em

²⁴ Comentou-se que os depósitos à vista foram incluídos no bloqueio apenas devido ao amplo movimento de resgate de aplicações financeiras na segunda-feira, 12/3 (Tabela 1), respondendo à especulação de que eventuais medidas de bloqueio, confisco ou desvalorização de haveres financeiros excluiriam o M₁. O volume de resgates só não teria sido maior pelo elevado custo de oportunidade (os juros estavam próximos a 3% ao dia), com o que muitos aplicadores procuraram esperar até o último momento para passar os recursos para M₁. O receio de que este movimento se acentuasse nos dias seguintes teria levado a equipe do novo governo a solicitar a decretação imediata de feriado bancário.

²⁵ As contas remuneradas, ou contas garantidas, haviam se generalizado com a alta da inflação: o banco se comprometia a aplicar automaticamente no *overnight* o saldo de contas correntes acima de determinado valor (Carvalho, 1992, p. 169).

geral e a transmissão ou venda de ações e ouro.²⁶ Os valores aplicados em *overnight*, contas garantidas e fundos sofreram forte desvalorização real por ter sido limitada a 36,75% a correção em março das Letras Financeiras do Tesouro (LFT), principal título público, muito abaixo da inflação de 82,18% no INPC.

Os valores liberados estariam disponíveis segundo as regras de cada modalidade. No *overnight*, liberação imediata. Nas cadernetas de poupança os cruzeiros liberados podiam ser sacados de imediato, mas haveria perda dos rendimentos se a retirada fosse feita antes da data de aniversário (dia do mês em que a conta fora aberta e no qual eram creditados regularmente os juros e a correção monetária). Depósitos a prazo, saque apenas no vencimento. Nos fundos, a redação inicial das regras do bloqueio indicava que a liberação seria feita de acordo com a disponibilidade de cruzeiros de cada fundo, mas os tumultos nas agências bancárias nos primeiros dias levaram o BCB a obrigar os bancos a darem liquidez às ordens de saque dos cotistas, mesmo que os fundos não tivessem cruzeiros para fazê-lo.²⁷

Além dos valores tornados efetivamente disponíveis em 19/3, o total de Cr\$ 1,4 trilhão da Tabela 11 deve incluir também liberação de cruzeiros referente a ativos financeiros com vencimento posterior.²⁸ A Tabela 11 atribui valor muito reduzido a vencimentos posteriores de títulos federais e nada informa sobre vencimento de títulos estaduais e municipais e títulos privados. No caso das cadernetas, a conversão inicial (incluindo-se contas com aniversário depois de 19/3), da ordem de Cr\$ 500 bilhões a Cr\$ 800 bilhões (subseção 2.2.6), deve estar incluída no Cr\$ 1,4 trilhão, senão seu valor estaria superestimado.

²⁶ Isentas as cotas de fundos, depósitos interfinanceiros e títulos de propriedade de instituições financeiras. As alíquotas eram de 20% nos saques de cadernetas de poupança e de 35% sobre a transmissão ou venda de ações e de ouro; mas se reduziam a 8% se o titular pagasse antecipadamente o IOF sobre todo o valor, caso em que poderia fazê-lo com cruzados retidos, em cinco parcelas (correção pelo BTN). Estavam isentos os detentores de cadernetas ou de ações no valor de até 10.000 BTN fiscais (em 19/3/1990, Cr\$ 399.689,00, cerca de US\$ 9.400,00). Já a MP 165 estabeleceu a cobrança de imposto de renda na fonte (IRNF) de 25% no resgate de títulos e cotas de fundos ao portador, sem prejuízo das demais exigências tributárias; este recolhimento seria dispensado caso o contribuinte declarasse que o valor aplicado era proveniente de recursos incluídos em sua declaração anual de IR.

²⁷ Os títulos no ativos dos fundos só teriam cruzeiros liberados na data do seu vencimento, de acordo com as regras citadas, o que os deixava sem cruzeiros suficientes para atender a saques na nova moeda.

²⁸ Logo nos dias seguintes liberou-se o saque de cruzeiros nas cadernetas de poupança e também nos fundos mútuos, embora a MP 163 tivesse estabelecido que estes só estariam disponíveis no vencimento.

2.2.2 Impostos e contribuições previdenciárias

A geração de cruzeiros a partir do recolhimento de impostos ao Tesouro Nacional deve ser considerada fator de monetização previsível, sob estrito controle. A geração de cruzeiros a partir de pagamentos a tesouros estaduais e municipais e à previdência deve ser considerada na sua maior parte (75%) como fator previsível, sob controle parcial, e no restante (25%) como fator evitável e de efeitos imprevisíveis, decorrente das regras adotadas em março de 1990.

A elevada participação do Tesouro Nacional na expansão da base monetária (Tabela 9) se explica por seus gastos terem sido realizados em cruzeiros, mas a partir de recolhimentos do público em cruzados novos, convertidos de imediato em cruzeiros pelo BCB.²⁷ Assim, até sessenta dias após o bloqueio, o pagamento de impostos e contribuições em cruzados provocava criação de cruzeiros, descontado o superávit de caixa retido pelo Tesouro Nacional.²⁸

A permissão para pagamento de impostos e contribuições com os cruzados retidos tornou-se uma fonte de criação de cruzeiros original e poderosa, principalmente pela combinação com os efeitos do mecanismo de transferência de titularidade²⁹. Frente à desconfiança quanto à liberação dos cruzados retidos, podia ser interessante quitar débitos fiscais em atraso ou em litígio. Teriam ocorrido também operações irregulares ou fraudulentas com o objetivo de liberar cruzados.³⁰ Tais

²⁷ Pelo art. 11 da MP 168, recursos em cruzados dos tesouros (nos três níveis de governo) e previdência estavam livres de bloqueio, devendo ser convertidos de imediato ou no vencimento de aplicações. O art. 13 estabelecia que o pagamento de impostos, taxas e contribuições a estes entes governamentais, se feitos em cruzados até 18/5/1990, deveriam ser convertidos em cruzeiros de forma automática, na data de vencimento da obrigação.

²⁸ Não se justifica a não-explicitação dos impostos estaduais e municipais e das contribuições previdenciárias entre os fatores de expansão da base monetária. O recebimento destes valores em cruzados implicava emissão automática de cruzeiros e deveria, portanto, constar explicitamente da Tabela 9, na condição de fator condicionante da base monetária naquele período, embora não o seja normalmente. Estados, municípios e previdência devem ter gasto a totalidade dos cruzeiros recebidos, ou quase tudo, já que não operam com reservas significativas. As estatísticas do BCB devem ter incluído tais valores na conta MP 168, a título de liberações de cruzados, como se discutirá em seguida.

²⁹ Pelo artigo 12 da MP 168, no prazo de 180 dias os cruzados retidos "são passíveis de transferência de titularidade (...), para fins de liquidação de dívidas e operações financeiras contratadas comprovadamente antes de 15/3/1990".

³⁰ Contribuintes teriam recolhido cruzados sem motivo legal, acusado o engano e reclamado devolução, a ser feita em cruzeiros. Municípios e mesmo estados teriam criado débitos fictícios de cidadãos ou empresas, com data anterior a 15/3/90. Feito o pagamento com cruzados retidos, o Tesouro repassava parte dos cruzeiros para o suposto devedor; ou era "questionado" por este, reconhecia o "erro" e devolvia o dinheiro, já em cruzeiros. O aviso 282 do Ministério da Economia (2/5/90) visava coibir estes procedimentos, ameaçando os bancos que recebessem cruzados para pagamentos de "multas administrativas em geral".

possibilidades só foram percebidas pelas autoridades semanas depois (ver subseção 2.1.3).

Originou-se daí o questionamento da permissão para pagamento de obrigações fiscais com cruzados retidos, apontada muitas vezes como responsável pelo descontrole da remonetização. É um exagero. O dispêndio fiscal tende a ser sempre um dos principais fatores de remonetização logo após um bloqueio da liquidez, quando o público não dispõe da nova moeda no volume necessário para pagar impostos. Se o Tesouro tiver seus gastos limitados às receitas recebidas na nova moeda, haverá um virtual colapso do dispêndio público por ausência de receita, deprimindo-se o nível de renda da economia e a capacidade dos contribuintes de pagar impostos, num círculo vicioso absurdo.

Em casos de bloqueio da liquidez, sempre terá de ser criado algum instrumento extraordinário para prover o Tesouro de uma dotação inicial, independente de sua receita na nova moeda, e os recursos deverão ser tanto mais amplos quanto mais drástico tiver sido o bloqueio.³³ O que deve ser questionado não é a criação de um instrumento com esta finalidade, portanto, pois sempre haverá algo assim. A questão relevante a discutir é qual o grau de controle que o instrumento escolhido oferece aos administradores do bloqueio.

No Plano Collor, contava-se com a possibilidade de esterilizar os cruzeiros recebidos em excesso pelo Tesouro Nacional³⁴ e pelo sistema previdenciário, mantendo seus gastos no ritmo desejado. Isto não valia para estados e municípios, mas ainda assim não foram tomadas medidas para limitar seus gastos no período. Além do receio de grave conflito político e institucional, provavelmente não se esperava um aumento expressivo de receita dos demais níveis de governo por conta de recolhimentos em cruzados novos, nem os efeitos da combinação desta medida com a autorização para pagamento de dívidas entre particulares com valores igualmente retidos.

³³ No programa alemão de 1948, as dotações iniciais aos governos estaduais e municipais e às autoridades militares de ocupação foram de DM 3,13 bilhões, cerca de 25,5% dos DM 12,29 bilhões criados de início, e os correios e as ferrovias estatais receberam outros DM 810 milhões, também no momento inicial (Lutz, 1949, p. 124). Em todos os casos, as dotações foram feitas na forma de depósitos no banco central (estadual ou federal), livremente movimentáveis.

³⁴ O excesso era tido como inevitável, pelo efeito combinado do IOF sobre as aplicações financeiras, o fim das operações ao portador e as demais medidas de combate à sonegação.

Os números da Tabela 11 indicam que houve controle sobre os cruzeiros creditados ao Tesouro Nacional: dos Cr\$ 675,3 bilhões assim gerados até 31/5/90, Cr\$ 328,8 bilhões foram esterilizados como superávit de caixa, entrando na economia Cr\$ 346,5 bilhões, pouco mais da metade.³⁵ Já os Cr\$ 212,5 bilhões gerados pelo pagamento de impostos estaduais e municipais e os Cr\$ 109,2 bilhões de contribuições previdenciárias, transformados em disponibilidade de caixa, devem ter sido gastos integralmente.

Somando-se estes valores ao que resultou do pagamento de impostos federais, menos o superávit de caixa da União, chega-se ao total de cruzeiros introduzidos na economia até 31/5 pelo pagamento de impostos e contribuições: Cr\$ 668,2 bilhões (Tabela 11). É um valor muito alto, próximo à expansão total da base monetária de março a maio de 1990 (Cr\$ 781,5 bilhões, Tabela 9) e quase metade do M4 em 19/3 (Cr\$ 1,4 trilhão, Tabela 11).

Dentro deste total, quanto decorreu de pagamentos irregulares ou imprevistos³⁶, atribuíveis a erros na condução do plano, e quanto foi gerado pelo pagamento normal de impostos e contribuições, fonte de criação de cruzeiros inerente ao próprio plano? Uma resposta precisa só poderia vir da análise rigorosa dos pagamentos de impostos e contribuições com cruzados retidos, de forma a identificar expedientes fraudulentos ou imprevistos, antecipações de receitas, pagamento de atrasados, liquidação de pendências judiciais. Não estão disponíveis dados que permitam tal classificação e é possível que nem existam.

O caminho seria então obter uma estimativa razoável do pagamento esperado de impostos e contribuições naqueles meses e compará-la com o realizado. As dificuldades são insuperáveis também aqui. Houve mudanças na sistemática do Imposto sobre a Circulação de Bens e Serviços (ICMS) e das contribuições previdenciárias em 1989 e no

³⁵ Dos Cr\$ 300,8 bilhões gerados pelo pagamento de impostos federais até o final de abril, Cr\$ 172,8 bilhões (57,4%) ficaram como superávit de caixa do Tesouro. Em maio, foram criados Cr\$ 374,5 bilhões pelo mesmo motivo, imobilizando-se 41,7%, Cr\$ 156 bilhões (Tabela 11). A receita do Tesouro Federal cresceu muito no momento do plano devido à cobrança de IOF sobre os haveres financeiros. O valor ainda mais alto em maio deve ter resultado do desejo do público de desfazer-se dos cruzados retidos por meio de antecipação de pagamentos e quitação de atrasados, à medida que se aproximava o prazo final para fazê-lo (18/5), já que pareciam suspensos em definitivo os leilões de conversão e a liberação continuava distante e cercada de incertezas.

³⁶ Irregulares seriam os procedimentos fraudulentos; imprevistos seriam os pagamentos legais (antecipação de pagamentos, quitação de atrasados e de pendências judiciais).

Tabela 10 Tesouro Nacional - Receitas - Fluxo no mês - Cr\$ milhões

	Imposto de renda	Imposto s/prod. indust.	Imposto s/oper. financ.	Imposto sobre importação	Outros tributos	Total Receita tributária	Finsocial	PIS/PASEP	Receita fiscal	ICM (total Brasil)
1989										
Jan	770	417	53	100	9	1.498	214	0	1.946	1.166
Fev	837	331	21	106	16	1.576	160	0	1.949	1.375
Mar	869	647	92	137	29	1.976	189	0	2.783	1.561
Abr	1.084	605	92	101	18	2.055	205	0	2.607	2.072
Mai	1.231	901	65	166	34	2.443	243	0	3.773	2.513
Jun	1.746	644	103	200	53	2.760	282	0	4.043	3.082
Jul	2.380	1.183	99	255	61	3.993	405	0	5.394	3.974
Ago	3.124	2.056	181	571	138	6.089	809	0	6.188	5.299
Set	3.306	2.321	170	476	74	6.364	1.107	0	8.973	7.370
Out	5.668	3.881	267	713	45	10.595	2.167	0	13.350	10.610
Nov	8.366	4.546	200	753	243	14.132	2.394	0	19.847	14.327
Dez	18.945	8.278	515	1.406	206	29.385	4.657	0	41.740	23.479
1990										
Jan	32.236	13.041	680	1.992	482	48.460	8.007	3.578	53.340	34.077
Fev	59.234	12.128	1.085	2.601	763	75.875	13.040	8.608	77.908	57.937
Mar	77.329	32.531	15.621	4.204	696	130.533	24.889	15.545	231.194	89.613
Abr	169.639	38.397	159.232	5.229	1.321	374.010	27.671	22.234	346.163	127.749
Mai	164.345	44.688	80.480	6.969	2.255	299.038	35.305	29.909	558.162	170.945
Jun	72.564	57.330	8.171	6.956	2.037	147.308	36.541	29.705	263.114	210.609
Jul	78.429	62.930	2.556	9.200	3.322	156.922	42.988	31.282	284.033	220.942
Ago	91.302	87.254	22.418	12.939	2.343	216.485	46.431	34.029	328.902	246.822
Set	91.165	66.370	25.925	11.528	2.790	200.112	54.163	40.315	327.281	275.162
Out	109.618	117.145	26.880	14.258	4.024	270.266	58.360	44.194	409.094	292.912
Nov	133.757	116.324	33.832	23.887	3.586	311.739	65.747	50.730	460.037	330.545
Dez	198.614	109.195	35.035	22.821	7.824	373.946	71.150	52.343	642.754	353.813

Fonte: Banco Central do Brasil, *Boletim Mensal*, v. 28, n. 7-9. jul-set 1992, p. 184-188

próprio plano, prejudicando a comparação dos números de abril e maio de 1990 com resultados anteriores. Não há dados sobre as receitas municipais mês a mês nem sobre os gastos de estados e municípios. Por outro lado, no período em que podiam ser pagos impostos e contribuições com cruzados retidos, o volume recolhido foi afetado por outros fatores de peso, além do uso dos cruzados retidos: oscilações bruscas da atividade produtiva, fim das operações ao portador, mudanças nas regras, combate à sonegação³⁷. Não há informações que permitam isolar o efeito de apenas uma destas causas.

³⁷ O "efeito Tuma", denominação atribuída em alusão ao chefe da Receita Federal, Romeu Tuma, foi particularmente intenso nas primeiras semanas após o choque.

Tabela 10.1 Tesouro Nacional - Receitas - Fluxo no mês - Valores reais (IGP-DI) jan/1990=100

valores reais jan 1990 = 100 (deflator = IGP-DI)

	Imposto de renda	Imposto s/prod. indust.	Imposto s/oper. financ.	Imposto sobre importação	Outros tributos	Total Receita tributária	Finsocial	PIS/PASEP	Receita fiscal	ICM (total Brasil)
1989										
Jan	57	76	185	119	44	73	63	0	86	81
Fev	55	54	65	113	70	69	42	0	77	86
Mar	55	101	275	140	122	83	48	0	106	93
Abr	65	90	262	98	72	82	50	0	95	118
Mai	65	119	164	143	121	86	52	0	121	126
Jun	73	67	205	136	149	77	48	0	103	122
Jul	72	89	143	126	124	81	50	0	99	114
Ago	70	113	191	206	206	90	73	0	83	112
Set	53	92	129	124	79	68	72	0	87	112
Out	65	110	145	133	35	81	100	0	93	115
Nov	67	90	76	97	129	75	77	0	96	108
Dez	101	109	130	121	73	104	100	0	135	118
1990										
Jan	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Fev	107	54	93	76	92	91	95	140	85	99
Mar	77	80	738	68	46	87	100	140	139	84
Abr	152	85	6.757	76	79	223	100	179	187	108
Mai	135	91	3.131	93	124	163	117	221	277	133
Jun	55	107	292	85	103	74	111	201	120	150
Jul	52	104	81	99	148	70	115	188	114	139
Ago	54	127	627	124	92	85	110	181	117	138
Set	48	87	649	99	99	70	115	192	104	137
Out	51	134	590	107	125	83	109	184	114	128
Nov	53	113	632	152	94	82	104	180	110	123
Dez	67	91	562	125	177	84	97	160	131	113

Fonte: Tabela 10

Os dados disponíveis sobre receitas estaduais, municipais e da previdência não têm sentido claro. Pelas Tabelas 10 e 10.1, a arrecadação do ICM caiu muito em março de 1990, cresceu em abril e maio, mas não superou de forma significativa os valores reais destes mesmos meses em 1989. Os valores mais elevados de 1990, porém, em termos reais, aparecem em meados do ano, quando já não se podiam usar cruzados, e até setembro ficaram acima de maio. Como não há dados consolidados a nível municipal, pode-se tomar o exemplo de de Santo André (SP), onde há estatísticas mensais da arrecadação municipal. O Imposto sobre Serviços (ISS) daquela cidade em abril-maio de 1990

superou em 15,2% o verificado em igual período de 1989, mas este bimestre atingiu apenas 17,6% da arrecadação anual em 1990, contra 18,8% em 1989. A receita total da previdência em maio de 1990 foi a maior do ano, mas continuou em níveis muito elevados nos meses seguintes (MTPS, Ministério do Trabalho e Previdência Social), quando já não se usavam cruzados. (Em todos os casos, deflação pelo IGP-DI.)

Com tais restrições, a opção é definir critérios para estimar um percentual da arrecadação no período atribuível exclusivamente às possibilidades abertas pelas regras do bloqueio e pela incapacidade de controle sobre irregularidades praticadas. Estimou-se aqui que 25% dos cruzeiros obtidos por estados, municípios e previdência no período tiveram origem nestes fatores e aumentaram sua capacidade de gasto. Os restantes 75% (recebidos em cruzeiros ou em cruzados) eram receita previsível e em nada afetaram suas despesas.

A escolha destes percentuais partiu de comparações com os dados sobre o Tesouro Nacional. A Tabela 11 indica que 50% dos cruzeiros gerados por arrecadação de impostos foram esterilizados pela União como superávit de caixa, podendo-se considerá-los como a arrecadação adicional trazida pelas regras do plano. Admitiu-se metade deste percentual para estados, municípios e previdência. Isto porque os pagamentos por antecipação e liquidação de débitos pendentes podem ter alcançado magnitude equivalente, mas o IOF sobre os cruzados bloqueados (receita exclusiva da União) deve ter superado com folga o valor das irregularidades supostamente praticadas nas demais esferas e que não teriam ocorrido com os impostos federais. É verdade que os dados disponíveis não indicam aumentos de 25% na arrecadação de estados, municípios e previdência. Pode-se postular, porém, que a arrecadação total permaneceu estável ou cresceu pouco porque os recolhimentos adicionais em cruzados teriam compensado as quedas decorrentes de retração da atividade produtiva. Com base nesta estimativa, pagamentos irregulares e imprevistos de impostos estaduais e municipais e contribuições previdenciárias somariam Cr\$ 80,4 bilhões (Cr\$ 62,3 bilhões em março e abril e Cr\$ 28,2 bilhões em maio).

Cabe indagar se havia alternativas à regra adotada, outras formas de dar liquidez aos tesouros e previdência ou aos contribuintes para que pagassem suas obrigações.

Uma opção seria combinar uma dotação inicial para os tesouros com a abertura de créditos aos contribuintes para pagamento de obrigações na nova moeda. Ocorreria emissão de base monetária, mas se evitaria o uso dos cruzados retidos como meio de pagamento e haveria maior controle do que na fórmula adotada, em que a decisão de usar os cruzados retidos ficava com seus detentores. Além disto, no caso de leilões de conversão de cruzados para este fim, o deságio seria apropriado pelo governo (na forma de redução da dívida pública em cruzados), e não pelo setor privado, como acabou ocorrendo (Appy, 1993, p. 40). Esta proibição, contudo, daria ao bloqueio o caráter de confisco que se queria evitar, além de gerar sério conflito de natureza institucional com Estados e municípios.

Outra hipótese seria exigir pagamento em cruzeiros no caso de fato gerador ocorrido após o bloqueio, medida parcialmente adotada em seguida³⁸, como reação às primeiras denúncias de irregularidades. Seu efeito seria limitado, porém: não impediria a geração de cruzeiros pelo pagamento de impostos já vencidos, de valor potencialmente muito alto, nem impediria fraudes a partir da criação de débitos fictícios com data anterior ao bloqueio.

2.2.3 Transferência de titularidade mais pagamento de impostos

A combinação de duas regras específicas do Plano Collor, a permissão para a transferência de saldos retidos e para sua utilização no pagamento de impostos, fez com que parte da moeda retida mantivesse a condição de meio de pagamento³⁹, aumentando a liquidez da economia, e estimulou o seu uso imprevisto ou irregular⁴⁰, reduzindo o montante

³⁸ A Medida Provisória 174 (23/3/1990) definiu que só poderiam ser pagos com cruzados novos, até 18/5: IR de pessoas físicas, carnê-leão e mensalão, IR de pessoas jurídicas, imposto de importação e de exportação (federais); IPVA, ITBI, imposto de transmissão por herança (estaduais); ISS, quando pago diretamente pelo contribuinte, e IPTU (municipais). Deveriam ser pagos obrigatoriamente em cruzeiros, quando vencidos após 16/3/1990: IR na fonte sobre salários, IPI, contribuição previdenciária (federais); ICMS, IR sobre aplicações financeiras (estaduais); ISS recolhido pela fonte pagadora (municipal).

³⁹ Houve declarações neste sentido por parte de Gustavo Loyola, diretor de Normas e Organização do Sistema Financeiro do BCB (Gazeta Mercantil, 29/3/1990, p.1).

⁴⁰ Criaram-se expedientes variados para atender à exigência da MP 168 de comprovação da existência de débito anterior a 15/3/1990 no caso de transferência de titularidade. O mais simples era a emissão de cheque em cruzados com data anterior a 16/3 (a Circular 1599 do BCB, 18/3/1990, art. 3, determinava que cheques em cruzados emitidos até 16/3 podiam ser depositados em bancos até 16/4; com evidências de irregularidades, a Circular 1628 (27/3) reduziu este prazo para 29/3). A Circular 1607, 19/3, vedou a liquidação antecipada de dívidas por meio de transferência de titularidade e proibiu depósitos de cheques ao portador em contas de pessoa física com esta finalidade. Só em 9/5 a Circular 1719 definiu que,

de recolhimentos que o público deveria realizar pelo desenho inicial do bloqueio. Nas condições do Plano Collor, a adoção simultânea destas duas regras era inevitável e seus efeitos eram imprevisíveis.

A inevitabilidade decorre de que a não-permissão para o uso dos cruzados retidos para pagamento de obrigações do seu detentor provocaria elevado grau de inadimplência em toda a economia, alterando significativamente as relações de débito e crédito vigentes, com desdobramentos imprevisíveis. Ademais, uma restrição desta ordem reforçaria a avaliação de que o bloqueio da liquidez era de fato um cancelamento de direitos, e não uma restrição temporária a seu exercício, algo incompatível com os pressupostos do Plano Collor e com a argumentação usada para justificá-lo.

O caráter imprevisível dos seus efeitos aparece nas práticas que daí se originaram. Além dos problemas com o uso de cruzados retidos para pagamentos de impostos e contribuições do titular, a permissão para saldar com cruzados débitos anteriores a 15/3/90 tornou muito interessante a troca de cruzados entre particulares, por meio de transferência de titularidade. O instrumento era a criação de dívidas fictícias entre pessoas e/ou empresas, por meios variados, burlando-se as restrições legais para efetivação da transferência de titularidade. Assim, detentores de cruzados retidos podiam vendê-los, com deságio, a pessoas ou empresas com interesse em adquiri-los. A compra poderia ter finalidade especulativa, com o adquirente apostando na possibilidade de o deságio compensar o custo e o risco de carregar os cruzados até a liberação. O motivo mais comum, porém, deve ter sido mesmo a compra de cruzados para o pagamento de compromissos que pudessem ser saldados na moeda velha. Quem não tinha cruzados retidos obtinha assim uma forma de gastar menos cruzeiros, ao comprar cruzados com deságio.⁴¹

A combinação destes mecanismos gerou um amplo mercado de troca de cruzados por cruzeiros. O deságio teria sido de 60% nos primeiros dias (*Gazeta Mercantil*, 21/3/1990, p.1), caindo logo para 50% (*Idem*,

no caso de valores acima de NCz\$ 300 mil (US\$ 5.867,00 pelo câmbio comercial), a transferência de titularidade só seria permitida com autorização prévia ou envio de documentação ao BCB para exame. Há descrições de irregularidades na *Folha de S. Paulo* (10/5/1990, 85) e na *Gazeta Mercantil* (11/5/1990, p.24).

⁴¹ A transferência de titularidade entre empresas coligadas era mais simples e obedecia a esta segunda motivação. Foi regulamentada pela Circular 1672 (BCB, 18/4/1990), para operações entre empresas financeiras coligadas, e pela Circular 1693 (BCB, 25/4/1990), para o caso de coligadas não-financeiras.

22/3/1990, p.1; *Folha de S. Paulo*, 23/3/1990, B3) e, uma semana depois, para 20% a 40% (*Gazeta Mercantil*, 29/3/1990, p.1).⁴² A queda rápida do deságio era um indicador adicional de aumento da liquidez.

Parte dos cruzados retidos continuou dispondo da condição de meio de pagamento, portanto, embora parcial (pela necessidade de encontrar alguém interessado em comprá-los) e com um custo de transação (o deságio). Agentes econômicos detentores de cruzados retidos puderam se desfazer de parte deles, obtendo cruzeiros para realizar gastos. Quem não dispunha de cruzados retidos pôde quitar compromissos em troca de menos cruzeiros do que deveria gastar. Esta situação não-prevista pelos autores do plano, ao lado da inadimplência dos devedores, contribuiu para que o impacto inicial do bloqueio sobre o nível de atividade fosse menor do que se supunha, reforçando a opção de abandonar os leilões de conversão de cruzados, previstos para o caso de haver estreitamento excessivo da oferta de cruzeiros.

Se o sistema bancário voltasse a funcionar normalmente logo após o bloqueio e não houvesse recolhimentos compulsórios nem restrições à oferta de crédito pelos bancos, a troca de cruzados retidos por cruzeiros não geraria aumento da liquidez por si mesma. A nova moeda apenas mudaria de mãos dentro do sistema, diretamente ou reciclada pelos bancos. Contudo, sem o funcionamento "normal" do sistema de crédito e com os bancos relutantes em conceder empréstimos, os saldos da nova moeda que fossem depositados nos bancos seriam esterilizados. Havendo a possibilidade de troca de cruzeiros por cruzados, o vendedor de cruzeiros continuaria sem gastar, da mesma forma que se tivesse colocado os cruzeiros em um banco. O vendedor de cruzados, porém, conseguiria obter cruzeiros (e gastá-los), algo que não poderia conseguir através de crédito bancário naquelas circunstâncias.

O aumento de liquidez pela venda de cruzados tornou-se muito mais forte, contudo, pela condição peculiar do Tesouro Nacional, o único

⁴² Cotas de fundos ao portador em cruzados eram vendidas com deságio entre 55% e 65% (*Gazeta Mercantil*, 21/4/1990, p.31) em meados de abril. A maioria dos detentores destas aplicações não queria se identificar, o que passara a ser exigido para se ter acesso ao dinheiro. Podia ser interessante vendê-las por 45% do valor original: com o imposto de 25% sobre o valor total se não fosse identificada a origem do dinheiro, uma aplicação de NCz\$ 100 mil se reduziria a NCz\$ 75 mil; convertidos Cr\$ 15 mil (20%) de imediato, restavam NCz\$ 60 mil para o comprador quitar dívidas ou outros compromissos; em troca, teria que pagar ao vendedor os Cr\$ 15 mil convertidos e desembolsar Cr\$ 30 mil. Se o vendedor considerasse o IR de 10% incidente na fonte sobre os ganhos reais das cotas, podia aceitar deságio de até 65%.

agente que voluntariamente retirava de circulação parte expressiva dos cruzeiros recebidos, esterilizando-os como superávit de caixa.⁴³ Assim, quando o Tesouro recebia menos cruzeiros e mais cruzados pelas mesmas obrigações do público, menor era o total de cruzeiros retirados de circulação e maior o grau de liquidez resultante. Este mecanismo pode ser melhor analisado examinando-se a hipotética adoção isolada de uma ou outra das duas regras.

Na primeira hipótese, permitida a transferência de titularidade mas não o pagamento de impostos com os saldos retidos, e admitindo que não houvesse restrições ao crédito bancário, a compra de cruzados com deságio os cruzeiros apenas mudariam de mão, sem afetar o nível geral de liquidez diretamente. A taxa de câmbio das duas moedas deveria ser mais baixa (deságio maior): na falta da opção de uso dos cruzados para quitar impostos, seu preço responderia apenas à taxa de juros e à confiança na liberação integral no prazo previsto.⁴⁴ O pagamento "extra" de impostos e contribuições seria menor, e também o gasto público (estadual, municipal e previdenciário), demandando-se outras formas de aumentar a liquidez do setor público, conforme discutido.

Na segunda hipótese, haveria permissão para pagamento de impostos com cruzados retidos, mas não para transferência entre particulares. A condição de meio de pagamento da moeda retida se limitaria à quitação de obrigações fiscais. Seria bem menor o pagamento "extra" de impostos e contribuições, pois não se poderia fazê-lo com cruzados de outrem. O volume de cruzeiros utilizado no pagamento de impostos seria maior, mas com a tendência de serem reinjetados na circulação pelos gastos de tesouros e previdência, mantida a exceção do superávit do Tesouro Nacional, certamente menor neste caso.

Na situação de fato ocorrida (transferência de titularidade e uso dos cruzados retidos para pagamento de impostos e dívidas em geral), o Tesouro Nacional não era apenas mais um agente no mercado de cruzados retidos: tinha a peculiaridade de poder esterilizar cruzeiros, se os recebia em lugar de cruzados. Quem tinha impostos a pagar e não tinha

⁴³ Este aspecto não é considerado na proposta de legalização do mercado secundário de cruzados retidos de Carneiro e Goldfajn (1991, p. 212-222), justificada pelos autores com o argumento de que este mercado permitiria a formação de indicadores bem mais transparente do nível de liquidez da economia, facilitando a execução da política econômica.

⁴⁴ Giambiagi (1991) aponta como determinantes do deságio as taxas de juros esperadas e o nível de confiança na devolução dos cruzados segundo as regras definidas, sem fazer referência aos efeitos dos usos permitidos para a moeda retida.

cruzados, usaria cruzeiros; com a transferência de titularidade, comprava cruzados com deságio e desta forma gastava menos cruzeiros do que se pagasse ao Tesouro nesta moeda; e o Tesouro deixava de receber e esterilizar aqueles cruzeiros, os quais ficavam na economia e davam liquidez a quem os recebera. Seguindo o mesmo exemplo, se o Tesouro Nacional não tivesse superávit (caso dos tesouros estaduais e municipais e previdência), estes cruzeiros (formados a partir dos cruzados recebidos no pagamento dos impostos) seriam gastos e a liquidez cresceria sem que tivesse se contraído antes (teria havido contração se os impostos fossem pagos em cruzeiros).

2.2.4 Câmbio

A emissão de moeda para compra de divisas tende a ser um dos principais fatores de monetização após um bloqueio da liquidez e deve ser considerada como um fator de monetização previsível e sob controle parcial, pois sua magnitude depende de fatores circunstanciais.

No Plano Collor esperava-se forte movimento de venda de dólares em seguida ao bloqueio, com exportadores necessitados de cruzeiros e retração acentuada dos importadores. Além da falta de liquidez, um motivo para tanto seria a previsível reversão do quadro anterior ao choque, marcado por antecipação de importações e postergação de exportações, tendência induzida pela expectativa de que o programa do novo governo incluiria uma significativa desvalorização cambial. Os resultados verificados nos primeiros meses corresponderam ao esperado e são analisados no Capítulo 3.

2.2.5 Sistema bancário

O bloqueio provocou sérios problemas de liquidez nos bancos, mas sem que se pudesse avaliar de imediato sua magnitude, devido à desorganização dos sistemas de registro e controle. Sem saber o que de fato ocorria, o BCB se viu compelido a financiar o sistema bancário, em cruzeiros e em cruzados, e na medida de sua demanda.⁴³ É difícil mensurar com rigor a geração de cruzeiros e a expansão da liquidez atribuíveis especificamente às relações do BCB com os bancos, devido à

⁴³ Não há referências a esta questão na maioria das análises divulgadas logo após o bloqueio. Uma exceção é Reis (1991).

precariedade das informações. Mas seu montante foi muito expressivo, conforme indicado na rubrica A.3.2 do Quadro 8.

O BCB manteve o financiamento diário ao sistema nas semanas seguintes, enquanto eram restabelecidos lentamente os registros das operações e emergia um quadro mais preciso dos impactos do bloqueio. O financiamento permitiu que os bancos fossem bastante tolerantes com atrasos do público no pagamento de empréstimos vencidos, desanuviando a tensão dos primeiros momentos e aumentando a liquidez do sistema, e também permitiu a expansão mais rápida do crédito.

Um primeiro motivo para classificar o financiamento do BCB aos bancos entre os fatores inevitáveis é sua relação direta com o caráter secreto do plano. Não havia como evitar o tumulto no sistema bancário depois de uma intervenção tão abrangente e preparada às pressas por um pequeno grupo de técnicos. Era impossível detalhar as medidas e prever todos os seus desdobramentos.⁴⁶ Só no início de abril foram anunciadas orientações precisas para o efetivo bloqueio de cruzados e títulos na contabilidade dos bancos, permitindo enfim que se conhecesse sua posição de caixa.⁴⁷ A situação se agravou com a reabertura das agências bancárias já em 19/3⁴⁸, sem tempo para que os bancos analisassem as medidas e preparassem sua implementação, mas o adiamento não evitaria os problemas, inclusive porque parte deles só poderia se revelar com a prática, como de fato ocorreu⁴⁹.

Mais importante que isto, porém, a análise dos números e das medidas adotadas nas semanas seguintes indica que a aplicação rigorosa das regras do bloqueio era impossível: as instituições financeiras não teriam como executá-las sem contar com o financiamento do BCB e sem a troca, por títulos em cruzeiros, de parte do ativo retido em cruzados. Mesmo dispondo destas possibilidades, só em maio e junho os bancos

⁴⁶ O chefe do Departamento de Mercado Aberto do BCB, Eduardo Nakao, tomou conhecimento do bloqueio da liquidez apenas em 16/3, praticamente no mesmo momento que o público. A mesa de open market do BCB, portanto, dispôs de três dias para montar todos os procedimentos operacionais que deveriam estar em pleno funcionamento na reabertura dos bancos, dia 19.

⁴⁷ Belluzzo e Almeida (1991) argumentam que os bancos teriam dificultado o atendimento ao público com o objetivo de prejudicar o programa de estabilização. Não há evidências que sustentem esta tese. Os elementos aqui apresentados reforçam a convicção de que as dificuldades eram reais.

⁴⁸ Para Ibrahim Eris, a equipe econômica teria sido "ingênua" ao imaginar que o Selic poderia funcionar normalmente logo após o plano (Folha de S. Paulo, 4/4/90, B1).

⁴⁹ Nas primeiras semanas era comum normas do BCB serem alteradas mais de uma vez no mesmo dia, ou até muito tarde da noite, à medida que eram detectados problemas. A contabilização de dados era interrompida e corrigida seguidas vezes, ampliando a possibilidade de erros e tornando muito difícil identificá-los e corrigi-los.

iriam ajustar suas contas às regras que haviam sido definidas em março e detalhadas em abril.

Assim, apesar de contradizer na prática o almejado controle rigoroso da liquidez⁵⁰, a atuação acomodadora do BCB não pode ser considerada um erro de gerenciamento do plano. Foi uma decorrência inevitável do bloqueio e das circunstâncias em que foi feito. Se o BCB não financiasse os bancos às cegas, por falta de informações, teria feito a mesma coisa por uma decisão consciente de evitar a quebra do sistema bancário.

Pode-se também supor que, na ausência de outros fatores de remonetização imprevisíveis ou evitáveis, as dificuldades dos bancos seriam bem maiores e o financiamento do BCB tenderia a crescer em igual proporção. O aumento da liquidez da economia no início de abril, por exemplo, contribuiu para reduzir o interesse das instituições financeiras nos leilões para troca de títulos em cruzados, operação reclamada com insistência apenas poucos dias antes.

2.2.5.1 A natureza dos problemas

Os bancos tiveram problemas de liquidez em cruzeiros porque suas disponibilidades na nova moeda tendiam a ser insuficientes para dar liquidez à parcela do seu passivo convertida em cruzeiros e colocada à disposição dos depositantes.⁵¹ Os bancos tinham duas fontes de acesso à nova moeda, além de novos depósitos em cruzeiros, insignificantes nos primeiros dias após o bloqueio: quitação de empréstimos vencidos por parte dos clientes e 20% dos títulos do seu ativo que vencessem naqueles dias, pelas regras de liberação da MP 168.

No caso de títulos de propriedade do banco e que estavam sendo financiados *overnight* junto ao público, por exemplo, o cliente tinha direito a sacar ou emitir cheques em cruzeiros sobre 20% do valor da aplicação. Porém, os 20% em cruzeiros do título que o banco vendera ao cliente (automaticamente recomprados pelo banco no primeiro dia útil após o bloqueio) só seriam liberados no vencimento do título. Até lá

⁵⁰ Problema levantado de imediato por Pastore (1991). Este texto circulou xerocado em abril-maio de 1990, com grande repercussão em áreas do mercado financeiro e do debate acadêmico.

⁵¹ Na Alemanha de 1948 o desequilíbrio dos bancos decorreu de terem sido cancelados os títulos de dívida pública que compunham a maior parte de seus ativos, da mesma forma que todos os créditos interbancários e depósitos de entidades públicas (Lutz, 1949, p. 129).

não havia como refinancejar o título, em cruzeiros ou em cruzados, pois não havia mercado interbancário para fazê-lo.

Nas operações de crédito, o descasamento de prazos era mais evidente nas carteiras imobiliárias, financiadas com depósitos de poupança. Mas também quando os prazos eram equivalentes havia problemas: o banco em geral recebia o retorno do empréstimo todo em cruzados, mas devia liberar uma parcela de cruzeiros no seu passivo.

A falta de cruzados decorria do mesmo problema de descasamento de prazos: o banco só receberia cruzados no vencimento de títulos ou créditos do seu ativo; mas devia recolher de imediato ao BCB os cruzados bloqueados nas contas de clientes.

Não se podia avaliar a extensão destes problemas nos primeiros dias após o bloqueio. A MP 168 detalhara bastante os direitos do público contra os bancos, mas não as relações destes com o BCB. Sem orientações claras para a contabilização das posições nas duas moedas, não foram feitos os lançamentos corretos e os bancos reabriram em 19/3 sem conhecer sua posição de caixa, com o Selic e a Cetip paralisados.

O Sistema Especial de Liquidação e Custódia, Selic, abriga títulos públicos e negócios que os envolvem. A Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos, Cetip, faz o mesmo para títulos privados de valor elevado. Com o bloqueio da liquidez, deviam ser discriminados de imediato, em cada sistema, valores e títulos bloqueados em cruzados ou liberados em cruzeiros. Os procedimentos operacionais para isto se revelaram muito difíceis.

Antes de se efetivar o bloqueio era preciso retornar as operações compromissadas²² vencidas durante o feriado bancário. Isto não era difícil no caso de negócios entre instituições financeiras ou entre elas e clientes de grande porte, negócios estes sempre registrados no Selic ou Cetip. Na maioria das operações *overnight* das instituições financeiras com o público (clientes e não-clientes), porém, os títulos estavam matriculados no Selic ou Cetip, mas não era obrigatório e não se fazia o registro das operações compromissadas que os envolviam.

²² Operações com compromisso de recompra (regulamentadas havia anos pela Resolução 1088 do BCB) envolvem a venda de um título acompanhada por um compromisso legal de recompra, com data e preço determinados. As operações *overnight* muitas vezes se faziam mediante compromissos informais entre as partes, com ou sem fixação de data para a recompra e com o preço indexado a algum fator ou índice diário.

Tabela 11
FATORES DETERMINANTES DOS MEIOS DE PAGAMENTO (M4)

CRIMINAÇÃO	Fluxos em bilhões de cruzeiros			
	19/3 a 30/4 (Cr\$ bilhões)	Maio (Cr\$ bilhões)	19/3 a 31/5 (Cr\$ bilhões)	Partic. (%)
CONVERSÕES DE NCz\$ PARA Cr\$ PREVISTAS NA MP.168	2.342,8	507,0	2.849,8	72,24
- Conversão Inicial de M4 (1)	1.404,9	0,0	1.404,9	35,61
- Rendimentos de Cadernetas de Poupança até 15/04	380,6	0,0	380,6	9,65
- Títulos Federais - Vencimentos	36,1	10,2	46,3	1,17
- Impostos Federais	300,8	374,5	675,3	17,12
- Impostos Estaduais e Municipais	147,6	64,9	212,5	5,39
- Contribuições Previdenciárias	61,4	47,8	109,2	2,77
- Saques de Contas Conjuntas	11,4	9,6	21,0	0,53
CONVERSÕES DE NCz\$ PARA Cr\$ AUTORIZADAS	227,5	133,0	360,5	9,14
- Aposentados e Pensionistas	96,5	89,6	186,1	4,72
- Pagamentos de Folha Salarial	41,2	1,5	42,7	1,08
- Sociedades Benéficas	42,4	4,7	47,1	1,19
- Saques PIS/PASEP	19,8	0,5	20,3	0,51
- BMDES (portaria 218)	0,0	6,7	6,7	0,17
- Outras Conversões	27,6	30,0	57,6	1,46
OPERAÇÕES TÍPICAS DO BANCO CENTRAL	128,8	196,2	325,0	8,24
- Setor Externo	108,9	95,9	204,8	5,19
- Empréstimos de Liquidez	19,9	100,3	120,2	3,05
TESOURO NACIONAL	(172,8)	(156,0)	(328,8)	(8,34)
- Superávit de Caixa (2)	(172,8)	(156,0)	(328,8)	(8,34)
FATORES RESIDUAIS E EXÔGENOS	702,7	35,7	738,4	18,71
- Cad. Poupança - Rendimentos Creditados após 15/04	278,0	4,8	282,8	7,17
- Rendimentos de CDB	19,8	22,2	42,0	1,06
- Outros Fatores (3)	404,9	8,7	413,6	10,48
TOTAL	3.229,0	715,9	3.944,9	100,00

e: Banco Central do Brasil. "Brasil Programa Econômico", vol.25, junho 1990.

Valor correspondente aos haveres financeiros imediatamente transformados em cruzeiros dentro dos limites estabelecidos na MP.168

Pelo critério do impacto monetário; não inclui transferências do Banco Central (resultado e remuneração de disponibilidades).

Inclui efeito do multiplicador bancário e duplas contagens na consolidação de M4.

Tabela 12
CRUZADOS NOVOS À ORDEM DO BCB, RECOLHIMENTOS E CONVERSÕES
1990-91

Final de Período	NCz\$ à Ordem do BCB(a) (Final de Mês)	Recolhido ao BCB (Recolhimentos menos Conversões)			Conversões		Recolhimentos(e)	
		Final de Mês(b)	% do Total (2/1)	Fluxo No Mês(c)		(Fluxo Nominal) (d)	(Fluxo Nominal) (4-6)	Fluxo Líquido de Correção (5-6)
				Nominal	Líquido de Correção			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
1990 Mar.	1.964	1.812	92,3	1.812,0	1.731,0	(212,0)	2.024	1.943,0
Abr.	2.491	1.620	65,0	(192,0)	(201,1)	(498,0)	306	296,9
Mai.	2.161	1.282	59,3	(338,0)	(433,7)	(542,0)	304	208,3
Jun.	2.353	1.652	70,2	370,0	239,8	(62,0)	432	301,8
Jul.	2.536	1.763	69,5	111,0	(76,4)	(8,0)	119	(68,4)
Ago.	2.749	1.903	69,2	140,0	(56,3)	(8,0)	148	(48,3)
Set.	3.065	2.186	71,3	283,0	27,7	(3,0)	286	30,7
Out.	3.527	2.543	72,1	357,0	44,9	(7,0)	364	51,9
Nov.	4.119	2.998	72,8	455,0	17,0	(8,0)	463	25,0
Dez.	4.799	3.547	73,9	549,0	(50,2)	(55,0)	604	4,8
1991 Jan.	5.679	4.232	74,5	685	(53,2)	(113,0)	798	59,8

Fonte dos dados brutos: Banco Central do Brasil. "Nota para a Imprensa", 12/12/91.

- (a) Total de NCz\$ que deveriam ter sido entregues ao BCB pelos bancos.
 (b) NCz\$ efetivamente entregues ao BCB. Representa o saldo líquido entre cruzados novos convertidos e cruzados novos recolhidos pelos bancos. A diferença em relação a (1) deveria estar coberta pela linha de crédito para cobertura de insuficiência de cruzados novos.
 (c) Calculado após a valorização do estoque no final do mês anterior pelo fator mensal de correção dos cruzados novos retidos: mar: 4,68%; abr: 0,5%; mai: 5,91%; jun: 10,16%; jul: 11,34%; ago: 11,13%; set: 13,41%; out: 14,28%; nov: 17,22%; dez: 19,99%; jan: 20,81%.
 (d) Valores obtidos a partir da posição em final de mês informada pelo BCB.
 (e) Corresponde ao recolhimento de cruzados novos pelos bancos no mês. Inclui cruzeiros recolhidos pelos bancos para atender a insuficiência de cruzados novos junto ao BCB.

Havia também muitas dúvidas sobre o valor com que se deveriam bloquear os títulos ou mesmo se não deveriam ser apenas cancelados. Era preciso descontar os impostos devidos antes do bloqueio e observar as regras diferenciadas para aplicações do setor público e privado. Devia-se dar baixa nos títulos que venciam em 15/3 e liquidar os leilões realizados dias antes. Surgiram ainda problemas decorrentes de atitudes preventivas tomadas no dia em que se decretou o feriado bancário: instituições que venderam seus títulos a outras instituições e ficaram com cheques administrativos recebiam apenas Cr\$ 50 mil pelo cheque, e não os 20% do valor dos títulos.

Os lançamentos dos dias seguintes foram se acumulando, em meio às inevitáveis dificuldades operacionais criadas por um programa de tal envergadura.⁹³ Sem conhecer a posição de caixa de cada banco, o BCB tinha que financiá-los meio às cegas, receoso de ocorrerem problemas com conseqüências imprevisíveis. Os riscos neste sentido foram percebidos de imediato.

Em 20/3 o presidente do BCB, Ibrahim Eris, anunciava um rigoroso esquema de fiscalização, com a Polícia Federal: "Todos os fiscais vão ficar nas ruas, junto aos caixas e gerentes, com a tarefa de verificar se o público está sendo atendido, pois o que aconteceu nestes dois dias de funcionamento dos bancos não podera se repetir". Reconheceu que os boatos de novo feriado bancário e de que os cofres particulares seriam lacrados ajudaram a tumultuar as agências: "Só posso atribuir o boato a pessoas interessadas no insucesso do plano e que pretendiam causar a corrida que acabou ocorrendo à tarde nos bancos". Disse não acreditar em má-vontade dos bancos, rechaçou a perspectiva de intervenção do governo, alegando ser um passo muito sério, e assegurou que haveria liquidez disponível para atender à demanda por cruzeiros: "Não podemos comprometer o plano, mas operações de empréstimo de curtíssimo prazo são necessárias especificamente para atender ao pagamento de salários" (*Gazeta Mercantil*, 21/3/1990, p.1). No dia

⁹³ Além da adaptação à convivência de documentos em duas moedas, a compensação sofria com a relutância de muitos bancos em aceitar pagamentos com cheques de outras instituições, chegando-se à paralisa dos trabalhos nos primeiros dias (*Gazeta Mercantil*, 21/3, p.22; *Folha de S. Paulo*, 21/3, B7). Fundos de renda fixa e de curto prazo tinham quase toda a sua carteira de LFT e CDB vencendo semanas à frente e a MP 168 (art. 7,1) abriu a possibilidade de limitação dos saques de cruzeiros à efetiva disponibilidade de liquidez: diante do tumulto nas agências e do desgaste frente à opinião pública, o BCB financiou os fundos logo nos primeiros dias, de modo a facilitar os resgates.

seguinte declarou que não faltaria dinheiro para os bancos atenderem aos pedidos de resgate de clientes (*Folha de S. Paulo*, 22/3/1990, B4).

Uma semana depois, Eduardo Nakao, chefe do Depto. de Mercado Aberto do BCB, afirmou que bancos e corretoras com títulos suficientes em carteira "terão assegurada toda a liquidez pelo BC", todos os dias, para atenderem aos saques no *overnight* (*Folha de S. Paulo*, 28/3/1990, B3). Diante de nova onda de boatos sobre quebra de bancos, com grandes filas em agências do Rio de Janeiro, Luís Eduardo Assis reiterou declarações no mesmo sentido (*Gazeta Mercantil*, 30/3/1990, p.19).

2.2.5.2 O arranjo institucional

Após o bloqueio foi criado um sistema de reservas bancárias no BCB para abrigar valores e transações na moeda retida, designado como Valores à Ordem do Banco Central (VOB), MP 168 ou Conta 6110.⁹⁴ Devido às características do plano, era necessário um sistema assim, para a compensação dos pagamentos na moeda velha e para o crédito diário dos juros e correção monetária dos saldos retidos. Passaram a conviver dois sistemas de reservas bancárias.

A conta de reservas em cruzados dos bancos se dividia em VOB próprios (VOB_p) e de terceiros (VOB_t). Em VOB_p seriam abrigados os cruzados retidos referentes às aplicações de recursos próprios do banco em títulos, segundo as regras gerais do bloqueio; em VOB_t, os cruzados retidos nas contas e aplicações dos clientes. Assim, depois de feitos todos os recolhimentos, deveriam ficar em VOB_p apenas cruzados correspondentes a ativos do banco financiados com recursos próprios, não-exigíveis; os demais cruzados deveriam estar recolhidos em VOB_t, em nome dos depositantes.

Antes do final de março já se evidenciara a impossibilidade de os bancos atenderem às regras do bloqueio, o que se confirmou plenamente com a normalização do Selic e da Cetip na primeira quinzena de abril. O BCB adotou então duas iniciativas, em abril e começos de maio: empréstimo de cruzados, através das chamadas linhas de insuficiência; e troca dos títulos das instituições financeiras, de início por meio de leilões.⁹⁵ Com estas providências e sob a pressão do BCB, até fim

⁹⁴ Uma das poucas descrições deste sistema está em Zolhof (1990).

⁹⁵ Estaria em estudos também a permissão para troca de cruzados entre bancos (*Gazeta Mercantil*, 12/4/1990, p.29).

de junho os bancos regularizaram suas contas em cruzados, ajustando-se por fim às regras do bloqueio de liquidez ocorrido três meses antes e podendo prescindir da assistência de liquidez da autoridade monetária.

No começo de abril o BCB anunciou a exigência de que cada banco igualasse o montante de cruzados recolhidos na conta de reservas ao passivo em cruzados junto ao público. A exigência não podia ser cumprida de imediato. Demandaria um inexecutível processo de cobrança antecipada dos créditos a vencer ou uma igualmente inviável captação de cruzeiros pelo banco no montante necessário para fazê-lo. Para assegurar seu cumprimento, cada instituição recebeu do BCB uma linha especial de crédito em cruzados, no montante necessário à equalização entre ativo e passivo, conhecida como "linha de cobertura de insuficiência em cruzados novos" (Circular 1663, 11/04/90).

Com este sistema se pretendia forçar a cobrança integral das dívidas em cruzados vencidas e por vencer.⁹⁴ As linhas permitiam o recolhimento antecipado ao BCB dos cruzados devidos. Porém, pelos recursos assim obtidos os bancos deveriam pagar ao BCB encargos ligeiramente inferiores ao rendimento do empréstimo a vencer que tinha provocado a "insuficiência" apurada, o que preservava alguma rentabilidade para o banco. Porém, se a dívida já tinha vencido ou se não fosse paga no vencimento, o banco arcaria com os encargos.

O BCB determinou que os bancos entregassem até o começo de maio a relação de créditos vencidos e a vencer e anunciou que seriam debitados diretamente das reservas do banco em cruzeiros os encargos e principal devidos por conta de cruzados creditados ao banco nas linhas de insuficiência. Se o banco não tinha como cobrar os devedores ou efetivar os recolhimentos nas contas dos clientes, devia usar recursos próprios ou de depósitos à vista ou captar depósitos a prazo em cruzeiros e congelá-los em cruzados no BCB.

Vencido o prazo inicial de 60 dias em que se permitia o pagamento em cruzados de impostos e contribuições ao governo e normalizados os lançamentos nos dois sistemas de reservas bancárias, o BCB aumentou a

⁹⁴ Este sistema de reservas bancárias em cruzados novos se tornaria também um importante instrumento potencial de política monetária nos meses seguintes. A ameaça do "setembro negro" se formou a partir de rumores de que o BCB exigiria que os bancos recolhessem todos os cruzados retidos, referentes a operações de crédito vencidas ou não, sob pena de débito nas reservas em cruzeiros.

pressão sobre os bancos para realizarem os recolhimentos devidos em cruzados. Em junho, tais recolhimentos devem ter alcançado Cr\$ 301,8 bilhões (Tabela 12, col.8), permitindo que a conta MP 168 fechasse o mês com efeito contracionista de Cr\$ 259,9 bilhões sobre a base monetária (Tabela 9), suficiente para compensar a expansão decorrente de outros fatores naquele mês.

Antes de regulamentar o financiamento em cruzados, o BCB anunciara no fim de março a disposição de realizar operações de troca de títulos em cruzados da carteira das instituições financeiras, com dois objetivos: permitir a regularização das suas contas (e uma visão mais nítida de sua real situação); e equacionar problemas de liquidez que se manifestavam desde o bloqueio, exigindo financiamento regular do BCB ao mercado.

A primeira operação pretendia trocar, por novos títulos, as Letras Financeiras do Tesouro (LFT) que fossem objeto de operações compromissadas no momento do choque. Os novos títulos teriam vencimento em doze parcelas, a partir de setembro de 1991, e seriam trocados pelas LFT na seguinte proporção: 20% deles seriam títulos em cruzeiros, com rendimento igual à média diária do Selic, utilizáveis pelas instituições financeiras para obter cruzeiros em novas operações compromissadas; 80% seriam novos títulos em cruzados, rendendo juros de 6% ao ano mais correção monetária (BTNf). O leilão pretendia também trocar títulos privados em cruzados que lastreavam operações *overnight* por Letras do Banco Central (LBC)⁹⁷, em condições semelhantes.

Em 28/3, a primeira tentativa de trocar NCz\$ 2,5 trilhões de LFT em um leilão fracassou pela ausência de informações confiáveis sobre as posições no Selic. Duas questões eram levantadas pelas instituições financeiras. Queriam poder trocar da mesma forma títulos de carteira própria, alegando escassez de capital de giro e problemas com operações compromissadas informais envolvendo títulos que iriam ficar fora do leilão. Queriam também que a troca fosse voluntária, pois, no caso de vencimentos próximos, seria melhor manter os títulos em cruzados e receber 20% em cruzeiros no vencimento do que trocá-los por papéis que só começariam a ser liberados em setembro de 1991. O

⁹⁷ As LBC foram recriadas pela Resolução 1693 do BCB (26/3/1990) e regulamentadas pela Circular 1633 (29/3/1990).

primeiro pleito indicava busca de mais liquidez; o segundo, capacidade de sustentar posições ilíquidas por conta própria.

Sendo a troca indispensável para regularizar o Selic de 19/3, o BCB impôs sua realização. Pela Circular 1642 (30/3/1990), o dinheiro do público referente ao retorno das operações compromissadas em 19/3, com exceção dos 20% liberados em cruzeiros, seria reaplicado na compra de títulos idênticos aos envolvidos na operação então liquidada, os quais seriam depositados no Selic. Em seguida, os emissores deveriam substituí-los por novos papéis em cruzados, rendendo BTNf + 6% a.a. e vencendo em doze parcelas mensais a partir de 16/09/1991.

Os títulos não-substituídos, caracterizados então como de carteira própria (títulos não-financiados junto ao público por meio de operações compromissadas), continuariam em cruzados até o vencimento, quando seriam liquidados na forma da MP 168. Porém, os títulos correspondentes aos 20% liberados (envolvidos portanto em operações compromissadas) poderiam ser substituídos pelo emissor por novos títulos, em cruzeiros, rendendo BTNf + 6% a.a., vencendo em doze parcelas mensais a partir de 16/09/1991. Estes poderiam ser objeto de negociações em cruzeiros. Tratava-se, portanto, de oferecer aos bancos títulos com que pudessem captar cruzeiros e dar liquidez à parcela de suas obrigações *overnight* (com lastro em títulos públicos e privados) que deveria ter sido liberada em cruzeiros no dia 19/3.

Realizada a troca, as instituições financeiras pressionaram o BCB para que algo semelhante fosse feito com seus títulos próprios, sob a citada alegação de estarem sem capital de giro (*Gazeta Mercantil*, 3/4/1990, p.21, e 4/4/1990, p.21). Por fim, a Circular 1662 (10/4/1990) regulamentou a troca de até 30% de cada vencimento de LFT de carteira própria por LFT em cruzeiros, com reversão obrigatória 91 dias depois. As LFT em cruzeiros renderiam BTNf + 6% a.a., só podendo ser negociadas em operações compromissadas em cruzeiros (*Gazeta Mercantil*, 17/4/1990, p.26).

Segundo Luís Eduardo Assis, havia necessidade imediata de aumento da liquidez dos bancos (*Folha de S. Paulo*, 13/4/1990, B4). Contudo, do total estimado de NCz\$ 300 bilhões de LFT nesta situação, apenas NCz\$ 16 bilhões (5,3%) foram trocados no leilão de 17/4. Novo leilão em 23/4 trocou só NCz\$ 1,5 bilhão, tudo de instituições pequenas (*Gazeta*

Mercantil, 24/4/1990, p.24). Os bancos teriam se desinteressado pela troca devido ao risco de perdas caso o custo do *overnight* superasse o rendimento das LFT em cruzeiros (BTNf+6%a.a.) no período. A conclusão é clara: já não havia tanta necessidade de liquidez.

Por fim, a Circular 1694 (25/4/1990) definiu a compra pelo BCB de LFT das instituições financeiras, com pagamento em cruzados, para que pudessem regularizar suas contas na moeda retida. Houve ainda a compra de LFT dos fundos de curto prazo e de renda fixa, mediante pagamento em cruzeiros e em cruzados, na proporção necessária para normalizar o resgate das cotas em cruzeiros (Circular 1721, 9/5/1990).

2.2.5.3 Os números disponíveis

As relações entre o BCB e os bancos deveriam estar expressas nas contas de empréstimos de liquidez e de depósitos de instituições financeiras⁵⁸, usualmente incluídas entre os fatores condicionantes da base monetária (Tabela 9).⁵⁹ Depois do bloqueio acrescentou-se a conta "Depósitos em NCz\$ - MP 168".

Os empréstimos de liquidez têm comportamento expansionista já em março, revertendo a tendência dos meses anteriores, mas o valor só é significativo em maio, contribuindo com 29,5% da expansão da base monetária no mês (Cr\$ 100,3 bilhões sobre Cr\$ 339,4 bilhões), e em junho, quando o resultado expansionista de Cr\$ 65,6 bilhões contrasta com a redução da base monetária em Cr\$ 84,8 bilhões (Tabela 9). Os depósitos de instituições financeiras apresentam movimento assemelhado ao dos empréstimos de liquidez, com exceção de março.

Como estas duas contas envolvem movimentos distintos, é correto somar seus resultados para obter um indicador mais amplo do impacto

⁵⁸ Na sua maior parte, depósitos vinculados ao Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), realizados pelas instituições que operam com cadernetas de poupança. O resultado de março pode ter decorrido do forte aumento dos depósitos de poupança nas semanas anteriores à posse do novo governo, a exemplo do número de mesmo sentido em fevereiro (Tabela 9). O saque de Cr\$ 65,9 bilhões em maio pode indicar movimento inverso, já que as cadernetas perderam Cr\$ 220,9 bilhões em abril e Cr\$ 76,1 bilhões em maio (Tabela 2). Mas por aí não se justifica o resultado expansionista de junho, Cr\$ 54,5 bilhões. (Ver Anexo).

⁵⁹ Também se deveria analisar a Tabela 14 - Créditos a Instituições Financeiras, incluída regularmente no *Boletim Mensal* do BCB. Como não há notas explicativas, não se sabe por que seus números divergem tanto daqueles apresentados na Tabela 9, já que quaisquer créditos do BCB a instituições financeiras afetam a base monetária. Nos meses seguintes ao plano, à exceção de maio e setembro, a Tabela 14 indica fluxo expansionista maior que na Tabela 9 ou contração monetária de menor intensidade. Há divergências muito grandes em março, abril, agosto e novembro de 1990 e em janeiro de 1991. (Ver Anexo 6).

monetário provocado pelo acesso dos bancos ao crédito do BCB e pela devolução ou ampliação de disponibilidades monetárias vinculadas a operações por eles realizadas. A soma indica expansão monetária de Cr\$ 24,6 bilhões em abril, Cr\$ 166,2 bilhões em maio e Cr\$ 120,1 bilhões em junho (o valor de março não é significativo, pois inclui os dias anteriores ao bloqueio).

A conta de depósitos em cruzados novos (MP 168)⁶⁰ da Tabela 9 deve ser resultado de dois movimentos distintos.⁶¹ Primeiro, expansão da oferta de cruzeiros provocada por conversão de cruzados retidos. Segundo, recolhimento de cruzeiros pelos bancos ao BCB (contração da base monetária), para se efetivar o congelamento de cruzados alcançados pela MP 168 e que não teriam sido entregues ao BCB no momento devido. A conta MP 168 reflete, portanto, a diferença entre os cruzados convertidos em cruzeiros e os cruzeiros recolhidos pelos bancos ao BCB para cobrir insuficiências de cruzados.⁶²

Os valores relativos ao primeiro movimento foram discriminados pelo BCB (Tabela 12). O cálculo do segundo movimento encontra sérios obstáculos. Apenas para maio e junho, quando o vencimento de títulos emitidos antes de 19/3 já era pouco significativo⁶³, pode-se afirmar que o grosso dos valores indicados na Tabela 12 se deve a cruzados recolhidos pelos bancos a partir de cruzeiros: Cr\$ 510,1 bilhões.⁶⁴

⁶⁰ Os depósitos em cruzados novos representaram o segundo principal fator de crescimento da base monetária em cruzeiros de março a maio (Cr\$ 313,3 bilhões, 40% do aumento total de Cr\$ 781,5 bilhões). Só em abril registrou 135% sobre o crescimento total (Cr\$ 323,6 bilhões, com aumento da base de Cr\$ 239,7 bilhões). Só não houve crescimento muito maior da base naquele mês devido ao enxugamento de Cr\$ 221,2 bilhões indicado no título outras contas.

⁶¹ Não há informações sobre a metodologia adotada nos cálculos e é praticamente impossível compatibilizar com ela os números de outras tabelas, conforme se discute no Anexo. As conclusões ficam sob dúvida também devido aos elevados valores atribuídos ao item outras contas na Tabela 9, para os quais não há explicações. Segundo um técnico do BCB, a maior parte dos valores desta conta deve ser atribuída a problemas na contabilização dos cruzados novos retidos nos bancos.

⁶² Cruzados liberados a partir de agosto de 1991, segundo a regra original da MP 168, aparecem em coluna própria na tabela do BCB Cruzados Novos e Conversões Efetivadas, sob o título de "Liberações Realizadas", e na tabela do tradicional do BCB de fatores condicionantes da base monetária, sob o título de "Depósitos c. 2001/3 (DER)". Nos dois casos, os elevados montantes de conversões por ordem judicial aparecem nas colunas originais ("conversões efetivadas" e "depósitos MP 168"), presentes desde o início (Tabela 12 e Tabela 9 deste trabalho, respectivamente).

⁶³ Pela MP 168, os cruzados só deveriam ser bloqueados e entregues ao BCB no vencimento da aplicação ou no caso de resgate antes do prazo (art.6 e art.7, II). Deve ser este o motivo pelo qual o volume de cruzados à ordem do BCB (Tabela 12) é bem maior no final de abril de 1990 do que um mês antes. A Tabela 11, contudo, provavelmente incluiu tudo na conversão inicial, discriminando apenas as conversões originadas de rendimentos de cadernetas de poupança.

⁶⁴ Este número é superior ao noticiado pela imprensa no começo de maio, às vésperas do limite fixado para que as instituições financeiras entregassem ao BCB os mapas exigidos com suas posições em cruzados novos, de acordo com o balancete especial de 15/3/1990, e atendessem ao ajuste de reservas em cruzados determinado pela Circular 1663. Segundo

Este expressivo volume de cruzeiros foi criado ou permaneceu circulando após o choque, devido à desorganização do sistema bancário e à leniência do BCB. Representou um fator de aumento de liquidez inevitável, de efeitos imprevisíveis, decorrente das condições em que se fez o bloqueio. Mais importante ainda, porém: o recolhimento deste valor pelos bancos não seria possível, mesmo que não tivesse havido o descontrole e a condescendência do BCB. O montante representava quase o valor total da base monetária no final de abril, por exemplo. O recolhimento só pôde ser feito em maio de junho porque a emissão de cruzeiros já havia crescido bastante, por outros fatores.

Entre os recolhimentos de cruzados lançados nesta conta não devem estar incluídos os cruzados bloqueados no vencimento de aplicações financeiras ocorrido depois de 19/3, já que a conta de depósitos em NCz\$ MP 168 é apresentada como fator condicionante da base monetária em cruzeiros. Cruzados referentes a aplicações vencidas depois de 19/3 não chegaram a se transformar em cruzeiros antes disto, não podendo assim afetar os movimentos incluídos na Tabela 9.

Contudo, na Tabela Cruzados Novos à Ordem do BCB (Tabela 12), principal fonte de dados para se tentar analisar a conta de depósitos em cruzados novos, os recolhimentos ao BCB nesta moeda devem incluir as parcelas bloqueadas das aplicações com vencimento posterior a 19/3, na maior parte cadernetas de poupança com aniversário até 15/4. As conversões devem incluir valores lançados na Tabela 9 a outro título, no essencial impostos federais. Com isto, para março e abril não podem ser calculados os recolhimentos de cruzados feitos a partir de cruzeiros e incluídos na Tabela 9. (Para maiores detalhes, ver Anexo.)

Não há como medir os efeitos do não-pagamento de empréstimos aos bancos, na ausência de indicações sobre o índice de inadimplência logo após o choque (algumas estimativas de profissionais do mercado apontam para a faixa de 25% a 40% dos créditos vencidos). Alguns deles procuravam forçar os clientes a pagar os créditos vencidos, mas outros adotavam atitude contemporizadora, estimulados pela complacência do BCB quanto ao recolhimento dos cruzados. Se o BCB exigisse a entrega

O Estado de S. Paulo (11/5, p.10, Economia), Ibrahim Eris estimava em US\$ 7 bilhões (NCz\$ 350 bilhões) o montante que os bancos deveriam recolher ao BCB a este título, sendo que metade já teria sido entregue até aquela data. O mesmo jornal informara em 4/5 (p.4) que o montante ainda a recolher equivalia a US\$ 3,5 bilhões.

dos cruzados, os bancos teriam que cobrar os créditos vencidos. Se o BCB não o fazia, toleravam o atraso do cliente (embora sem conceder recursos adicionais e procurando ampliar as garantias) ou acertavam a quitação da dívida com deságio se o pagamento fosse em cruzeiros.⁴⁹

Tudo isto contribuía para expandir a liquidez do sistema. Se o devedor pagasse em cruzados, o banco os recolheria ao BCB; não pagando mantinha a possibilidade de usar os cruzados e o banco não enfrentava problemas. Se o devedor tivesse que pagar sem ter cruzados, teria que dispendar seus cruzeiros ou tomá-los de alguém, reduzindo a oferta de cruzeiros. Recebendo em cruzeiros, o banco deveria recolhê-los ao BCB (em lugar dos cruzados que deveria ter recebido); se não o fizesse, pela complacência do BCB, podia emprestá-los. Para o banco, portanto, era interessante conceder descontos para quem pagasse em cruzeiros.

2.2.6 Rendimentos de cadernetas de poupança

Os rendimentos de cadernetas de poupança respondem por 16,7% da formação do M_4 em cruzeiros da Tabela 11, com Cr\$ 658,6 bilhões até 30/4 e mais Cr\$ 4,8 bilhões em maio.⁵⁰ é um valor muito elevado e de grande peso na monetização. Sua magnitude decorre de ter sido mantida a correção monetária pelo IPC do mês anterior ao crédito do rendimento. Entendeu-se que os depositantes tinham direito adquirido à correção pelo IPC de fevereiro e também de março, por ter o bloqueio ocorrido com este mês já iniciado. Ainda assim, não se creditou em abril o rendimento de 85,24% aos cruzados bloqueados nas contas com aniversário de 14 ao fim do mês.

Cadernetas com aniversário a partir de 14/3 receberam em março 73,64% (IPC de 72,78% em fevereiro, mais 0,5% de juros), sendo o valor

⁴⁹ Luís Eduardo Assis, diretor de Política Monetária do BCB (*O Estado de S. Paulo*, 4/5/1990, E4), reconheceu que muitas instituições refinanciaram em cruzeiros empréstimos contratados originalmente em cruzados, o que provocou desajustes nas contas de muitos bancos: "Essa é uma liquidez que não devia existir (...) agora ela será retirada do sistema". Nestas mesmas declarações, atribuiu a alta dos juros naquela semana à busca de cruzeiros no mercado por bancos necessitados de desfazer-se de aplicações em ouro e câmbio para obter cruzeiros. Dias antes, questionado sobre um possível aumento do recolhimento compulsório sobre depósitos à vista para reduzir a liquidez dos bancos, ele afirmou que isto não seria necessário, já que o BCB em maio estaria em condições de cobrar o recolhimento dos cruzados devidos pelos bancos, com o que a liquidez recuaria para os níveis desejados (*Folha de S. Paulo*, 1/5/90, B10).

⁵⁰ Algumas estimativas a partir dos dados disponíveis, referidos no texto e notas a seguir, indicam que este valor deve estar exagerado, na ordem de 10% a 15%, o que não afeta as conclusões.

creditado antes do bloqueio e da liberação de até Cr\$ 50 mil.⁴⁷ Contas com aniversário entre 1 e 13 (haviam recebido 73,64% em março, antes do choque) tiveram 85,24% em abril (IPC de 84,32%, mais 0,5%), também antes do bloqueio e da liberação.⁴⁸

Nos dois casos, os percentuais de correção monetária elevaram bastante a parcela liberada nas contas de baixo valor, pois se aplicaram a saldos muito inferiores ao limite de NCz\$ 50 mil (cerca de 83% das contas, englobando pouco mais que 18,6% do saldo total⁴⁹). As contas com aniversário a partir do dia 14 receberam em abril os mesmos 85,24%, incidentes sobre o saldo em cruzeiros liberado em março e que não tivesse sido sacado⁵⁰ (valores que a Tabela 11 corretamente não considera conversão de cruzados).

Rendimentos corrigidos pela inflação passada estimulam o gasto em momentos de queda brusca da inflação, problema enfrentado em planos de estabilização anteriores. Assim, os rendimentos de cadernetas devem ser classificados como fator de expansão da liquidez previsível, sob controle parcial, e que só poderia ser evitado à custa de desgaste político e social.

O controle pode ser considerado apenas parcial porque, embora a equipe que elaborava o plano dispusesse de dados sobre o perfil das cadernetas antes do bloqueio, é admissível que os movimentos especulativos das semanas anteriores tivessem alterado estes dados, ainda que em escala pouco relevante. O risco de desgaste político e social pode ser avaliado pelo esforço do governo em afastar qualquer conotação de confisco da poupança: suspender ou reter rendimentos que

⁴⁷ Pelo texto inicial da MP 168 a conversão e a liberação dos cruzeiros se faria no aniversário da caderneta. A regra foi modificada já em 18/3, permitindo-se o saque a qualquer momento, com o titular fazendo jus a rendimentos até a data.

⁴⁸ As cadernetas com aniversário do dia 1 ao dia 13 receberam juros e correção monetária em março ainda em cruzados novos, enquanto aquelas com aniversário a partir de 14 (início do feriado bancário) receberam já em cruzeiros. Definiram-se então dois regimes para as cadernetas, com base nestas datas. Na Tabela 11, porém, o BCB adota o dia 15.

⁴⁹ Segundo dados da ABECIP, obtidos por fax, em dezembro de 1989 as cadernetas vinculadas ao SBPE com saldo até 100 VRF representavam 82,57% das contas, com 18,57% do saldo. Em março de 1990 o VRF era de NC\$ 297,53; o limite de NC\$ 50 mil atingia 168,05 VRF. A distribuição das cadernetas por faixas de valor passou a ser publicada pelo BCB a partir de junho de 1990, discriminando cadernetas vinculadas ao SBPE e rurais, com dados semestrais (BCB, 1992b, Quadros 1.9 e 1.10).

⁵⁰ Só teriam direito a estes rendimentos os saldos resultantes da conversão de valores existentes em cruzados antes do bloqueio. Foram proibidos novos depósitos nestas contas e as cadernetas abertas neste período não teriam mais a correção monetária pelo IPC do mês anterior, e sim pela variação dos BTN (BCB, Circular 1606, 19/3/1990, *Gazeta Mercantil*, 20/3/1990, p.26).

os depositantes acreditavam ter direito a receber poderia comprometer esta versão dos fatos e gerar reações desfavoráveis.

A expectativa de ganhar correção tão alta inibiu nos primeiros dias o saque de cruzeiros liberados nas cadernetas. Se não houvesse rendimentos tão altos, os saques poderiam ter sido antecipados, mas seu valor total tenderia a ser bem menor. Os saques foram muito fortes em abril e devem ter se concentrado nos primeiros dias do mês, período em que há tradicional acúmulo de contas de baixo valor (pela herança do período em que todas as cadernetas tinham crédito de rendimentos no dia 1 e pela proximidade do recebimento de salários).

Segundo a ABECIP, de NCz\$ 1,3 trilhão em 19/3 foram convertidos Cr\$ 600 bilhões (46%), com saques de Cr\$ 218 bilhões até abril, dos quais Cr\$ 60 bilhões de 19 a 30 de março, valores líquidos (*Gazeta Mercantil*, 26/4/1990, p.29; *Folha de S. Paulo*, 12/5/1990, B5). Como a ABECIP não inclui as cadernetas rurais, a liberação inicial total deve ter ficado em torno de Cr\$ 700 bilhões, a partir do saldo total de NCz\$ 1,5 trilhão antes do bloqueio (BCB, 1991a, p.22). O saldo atingiu Cr\$ 1,2 trilhão no fim de março e caiu a Cr\$ 1,0 trilhão em abril, apesar dos elevados percentuais de correção monetária, e novamente para Cr\$ 0,9 trilhão em maio (Tabela 2).

É importante destacar que a abertura de novas cadernetas foi significativa desde a primeira semana após o bloqueio. Na Caixa Econômica Federal foram abertas 326 mil contas de 19 a 30 de março, sendo 136 mil na primeira semana e 190 mil na outra, Cr\$ 6,06 bilhões no total e valor médio de Cr\$ 18,6 mil. No Banco do Brasil, 155 mil novas contas, Cr\$ 4,8 bilhões no total e valor médio de Cr\$ 31 mil. Nos dois grandes bancos federais, portanto, 481 mil novas cadernetas, totalizando Cr\$ 10,86 bilhões (*Gazeta Mercantil*, 4/4/1990, p.20). Já o Bradesco (maior banco privado do país, muito ativo em cadernetas), sobre um total liberado de Cr\$ 35 bilhões, acusou perda líquida de Cr\$ 7 bilhões de 19/3 a 23/3, com saques de Cr\$ 8,8 bilhões e depósitos de Cr\$ 1,8 bilhão (*O Estado de S. Paulo*, 28/3/1990, E1).

Em 19/4, três dias depois de se ter anunciado a prefixação do BTN em zero para abril, o ritmo de abertura de novas contas na CEF caiu da média diária de 36 mil para 16,7 mil, mas o valor médio continuou no nível observado desde 19/3 (*Gazeta Mercantil*, 24/4/1990, p.25). Sendo

assim, a variável mais relevante na abertura de novas contas não era confiança ou credibilidade, mas sim expectativa de rendimento. Isto sugere que o abalo de confiança nas aplicações financeiras foi muito menos significativo do que se temia de início.

2.2.7 Demais contas

Quanto à rubrica "outras contas" (Tabela 9), não há explicações para os números muito elevados no período imediatamente posterior ao bloqueio: expansão monetária de Cr\$ 169,4 bilhões em março e Cr\$ 60,7 bilhões em maio (respectivamente, 83,7% e 17,9% do crescimento da base no mês), com forte movimento contracionista de Cr\$ 221,2 bilhões em abril, mês em que a base cresceu Cr\$ 239,7 bilhões. Sem qualquer nota explicativa nas publicações do BCB, resta a suposição de que, ao menos nestes meses, as "outras contas" incluem os valores para os quais não foram encontradas explicações aceitáveis.

As operações com títulos públicos federais apresentam em março resultado expansionista muito alto, Cr\$ 107,7 bilhões. Este valor deve se referir aos primeiros dias do mês, repetindo fevereiro. Em abril e maio, porém, o impacto contracionista foi muito forte, com Cr\$ 83,9 bilhões e Cr\$ 205,1 bilhões, respectivamente (Tabela 9). Na Tabela 2, os títulos federais em poder do público cresceram Cr\$ 428 bilhões em abril e mais Cr\$ 157,6 bilhões em maio. A diferença é expressiva e pode ser atribuída à utilização de critérios distintos para a contabilização de títulos envolvidos nos leilões de conversão. Ainda assim, como o sentido é o mesmo (venda líquida de títulos ao público), pode-se dizer que estes números reforçam a hipótese de que a liquidez era alta, pois não houve pressão sobre os juros.

2.3 A POLITICA MONETARIA "ORTODOXA"

No começo de maio, menos de sessenta dias depois do bloqueio, os claros sinais de perda de controle sobre a expansão da liquidez e de alta persistente da inflação caracterizavam um quadro de expectativas bastante desfavorável. Em meados do mês a equipe econômica anunciou que o programa de estabilização estava ingressando em nova fase, assim descrita por Ibrahim Eris, presidente do BCB, em encontro com o mercado financeiro: "A partir desta segunda-feira o BC assume seu

papel de guardião da moeda com os instrumentos de política monetária e ponto final. (...) A fase de remonetização acabou e agora terá início uma administração de política monetária conservadora e de mão única: o dinheiro vem do sistema para o Banco Central. (...) Antes era impraticável, porque a massa monetária indexada representava grande parte do PIB. Hoje, metade daquele valor está em circulação e viabiliza a execução da política monetária" (*Gazeta Mercantil*, 21/5/1990, p. 18).

As medidas anunciadas a partir daí (Quadro 9) pretendiam alterar profundamente os parâmetros que vinham orientando a política monetária desde muitos anos antes. O desenho do programa e seu gerenciamento não tinham dedicado maior atenção a estes parâmetros. De início, porque se confiava que o bloqueio era suficiente para enfraquecê-los e tirá-los de cena.⁷¹ Depois, à medida que este cenário otimista foi se desfazendo, porque o quadro de descontrole do sistema bancário reduzia a capacidade de reação da equipe econômica.⁷²

Os objetivos centrais desta nova etapa destacavam a reorientação da política monetária para o controle da emissão de moeda, e não dos juros; a eliminação dos instrumentos e das práticas tidos como base da moeda indexada, especialmente a zeragem automática do mercado e as Letras Financeiras do Tesouro - LFT, papéis indexados à taxa de juros; e o incentivo ao alongamento das operações financeiras, reduzindo-se a rentabilidade das aplicações de curtíssimo prazo. Para a equipe econômica, estas iniciativas haviam se tornado viáveis devido aos efeitos do bloqueio da liquidez, e estes efeitos seriam por sua vez reforçados e ampliados com sua implementação.⁷³

⁷¹ "Evidentemente, estava implícito, na concepção original do programa de estabilização, que, em algum momento, após a reinjeção de liquidez na economia via conversões autorizadas de cruzados novos para cruzeiros e outros mecanismos, os instrumentos convencionais de política econômica (políticas monetária e fiscal) passariam a ser o cerne da política antiinflacionária. Contudo, idealmente esta fase viria para consolidar a estabilização, e não para derrubar uma inflação já elevada, como afinal se verificou" (IEI, 1990d, p. 9).

⁷² A caracterização de uma "segunda etapa" não é estranha aos programas com bloqueio da liquidez. Gurley (1953, p.99-100) destaca que os programas europeus do segundo pós-guerra, embora não tenham conseguido a estabilização monetária, estabeleceram condições bem mais favoráveis para que se pudesse avançar posteriormente neste sentido. Na Alemanha de 1948, o bloqueio permitiu a aplicação de uma política monetária restritiva meses depois, para enfrentar o retorno da inflação (Emmer, 1955, p. 56). O Plano Bonex argentino de 1990 é muitas vezes considerado como uma pré-condição indispensável para o sucesso posterior do Plano Cavallo, por ter reduzido drasticamente a dívida pública mobiliária de elevada liquidez.

⁷³ Estes argumentos da equipe econômica encontraram aceitação variada entre economistas de diversas correntes e entre os agentes econômicos. Veja-se como exemplo esta avaliação do Boletim de Conjuntura do IEI/UFRJ, publicada em outubro,

Contudo, nos quatro meses de sua aplicação (de meados de maio a meados de setembro), este conjunto de medidas esbarrou numa série de dificuldades que foram limitando seu alcance e criando tensões fortes o suficiente para inviabilizá-lo completamente. Pretendia-se eliminar rapidamente todo o conjunto de instrumentos que haviam caracterizado a adaptação da economia à inflação elevada, e fazê-lo num quadro em que o restabelecimento deste mesmo padrão inflacionário aparecia como uma possibilidade muito concreta. Os problemas desta segunda fase do Plano Collor ligavam-se a este desafio básico e podem ser assim resumidos:

a) continuava elevada a demanda do público por moeda indexada, o que dificultava muito o desejado alongamento voluntário das aplicações financeiras;

b) os bancos não tomavam títulos públicos de médio e longo prazo, preferindo a rolagem de papéis curtos no overnight;

c) neste quadro, a volta dos papéis prefixados (LTN) reintroduzia o risco de prejuízos nas carteiras dos bancos a cada oscilação mais pronunciada dos juros de curtíssimo prazo;

d) o fim da zeragem automática traduzia a ênfase no controle da oferta primária de moeda, deixando-se a taxa de juros como variável de ajuste, ou pelo menos como variável dependente, podendo então oscilar com razoável grau de liberdade, o que se chocava potencialmente com o item anterior;

e) o caráter parcial da desindexação mantinha a correção dos BTN como uma referência para arbitragem de operações e para especulações sobre as projeções de inflação do próprio governo;

f) as fortes restrições cambiais limitavam a margem de manobra da política monetária: uma política contracionista mais vigorosa podia gerar uma apreciação cambial inaceitável, obrigando o BCB a comprar divisas em volume suficiente para reverter a meta monetária desejada.

quando a política da segunda etapa já se encontrava em crise evidente: "Na fase atual do programa de estabilização, a estratégia do governo de combate à inflação baseia-se sobretudo nas políticas convencionais (monetária e fiscal) de contenção da demanda agregada. Estas (...) foram, em grande medida, recuperadas enquanto instrumento de política econômica a partir do bloqueio dos ativos financeiros decretado pelo Plano Collor, dos superávits mensais das contas do Tesouro obtidas desde março, e das mudanças na condução da política monetária de junho para cá (em particular o fim da zeragem automática pelo Banco Central das posições em títulos públicos das instituições financeiras). Este conjunto de medidas tornaria viável, em princípio, o cumprimento das ousadas metas (...) de 9,1% de expansão para o M₁ no segundo semestre e zero no primeiro trimestre de 1991, entre outras" (IEI, 1990c, p.7).

Quadro 9 Principais medidas de política monetária de maio a setembro de 1990

O pacote de maio

- Redução progressiva do volume de crédito pessoal e ao consumidor, de modo que o saldo real em 31/8/1990 fosse apenas 60% do existente em 30/3/1990 (Res. 1708, 14/5); houve fortes pressões para relaxamento das metas (muitas instituições já tinham atingido mais que o dobro da posição prevista para 31/8) e adotou-se então o ajuste progressivo (Res. 1715, 29/5): a base de cálculo passou a ser a posição de 15/5, devendo-se atingir 80% deste valor em 30/6 e 60% em 31/8
- Imposição de IOF sobre as operações de crédito (1% sobre o valor total da operação mais encargos e sobre a transferência de titularidade (20% do valor) (Res. 1706, 14/5); as pressões contrárias fizeram com que a resolução fosse revogada no dia seguinte
- Proibição do refinanciamento de saldo devedor de cartões de crédito
- Proibidas as contas remuneradas (Res. 1707)
- Regulamentada a aquisição dos Certificados de Privatização - CP, previstos nas medidas iniciais do Plano Collor. Bancos, entidades de previdência e seguradoras deveriam adquirir um valor estimado em US\$ 7 bilhões, em seis parcelas iguais e sucessivas, a partir de 15/6. Houve uma sucessão de recuos e flexibilizações nos meses seguintes: adiamento da primeira parcela para 15/7, aumento para doze parcelas, utilização de créditos contra a União para atender de 10% a 25% de cada parcela, embora as duas primeiras devessem ser em moeda; isenção para bancos cujo controle fosse público em no mínimo 95% (dos 25 estaduais, ficaram 11; livrou BNDES e caixas); fundos de pensão obtiveram liminar na Justiça suspendendo a obrigatoriedade de compra. A arrecadação efetiva mensal média foi de Cr\$ 12 bilhões (cerca de US\$ 150 milhões)
- Anunciado (24/5) o fim da zeragem automática do mercado pelo BCB, a ser substituída pelo redesconto com taxas punitivas (overnight mais 20% ao ano, conforme anúncio em 28/5) para instituições financeiras que não conseguissem financiar as suas carteiras de títulos; zeragem suspensa de fato a partir de 31/5
- Volta das Letras do Tesouro Nacional - LTN, títulos prefixados, com substituição progressiva das Letras Financeiras do Tesouro - LFT, então no mercado, cujo rendimento equivalia à taxa de juros do overnight
- Anúncio em 29/5 de uma programação monetária com metas quantitativas trimestrais para papel-moeda em circulação, M₁ e M₂; expansão prevista de, respectivamente, 2,0%, 2,0% e 6,1%, para o trimestre de julho a setembro; 16,3%, 7,0% e 4,8% para outubro a dezembro; e expansão nula para o primeiro trimestre de 1991

Medidas de junho em diante

- Suspensa (19/6) a divulgação da taxa diária "LFT estimada", usada por bancos e outras instituições financeiras como base para definir a remuneração de clientes (a aplicação era contratada em algum momento do dia com taxa em aberto e compromisso informal de que seria paga a LFT referencial, acrescida ou não de algum prêmio)
 - Crédito rural: bancos deviam recolher ao BCB 80% das exigibilidades (Circ. 1755, 10/6/90), o que implicava redução significativa do volume de crédito para o setor, de Cr\$ 27 bilhões para cerca de Cr\$ 9,5 bilhões, segundo estimativas
 - Tributação das aplicações financeiras de curto prazo a partir de 25/7 (MP 195, 2/7/1990; Decreto 9374, 9/7/90), com alíquotas de IOF declinantes em função do prazo: alíquota máxima permitida fixada em 1,5% sobre o valor do resgate, sem poder ultrapassar o rendimento; definiu-se alíquota zero a partir do 18º dia útil e alíquota diferenciada por lastro (maior em títulos privados). A tributação poderia incluir também operações de crédito, para evitar a fuga de grandes aplicadores pelo "casamento" (abertura de um linha de crédito sacável livremente para que o cliente possa escapar ao IOF, mantendo a aplicação pelo prazo necessário)
 - Elevação do compulsório sobre depósitos à vista de 38% para 45% (Circ. 1764)
 - Redução da alavancagem permitida às instituições financeiras para a realização de operações compromissadas: em títulos públicos, passou a dez vezes o patrimônio líquido (era 30 vezes), em títulos privados, 2 vezes o PL (era 3 vezes) (Circ. 1773, 10/7)
 - Ampliação do redesconto (Circ. 1789, 2/8): limite de acesso passou a ser de 100% da posição própria de títulos federais (era 50%)
 - Ampliação do compulsório (Circular 1805, 20/8): base ampliada para incluir saldos de cheques administrativos, recursos de terceiros em trânsito (tributos, cobrança de títulos e ordens de pagamento). Ajustamento previsto para 3/9, com base na posição de 23-29/8, logo adiado para 10/9 (com base em 30/8-5/9). Depois, admitiu-se que até 29/11 o cálculo seria sobre média diária de agosto. Alíquota mantida em 45%. Instituições públicas continuam podendo deduzir depósitos de governos e entidades públicas
-

Fontes: Banco Central do Brasil, diversos; imprensa diária. Elaboração do autor

Assim, o mercado financeiro continuou concentrado em aplicações de curtíssimo prazo. O BCB colocava LTN de prazo curto e era obrigado a atuar quase diariamente no mercado secundário, ajustando o volume de títulos ao grau de liquidez e sinalizando um nível de juros desejado, algumas vezes tendo de realizar substanciais trocas de títulos, para evitar prejuízos muito expressivos para os bancos. No momento de expectativas mais favoráveis, na segunda quinzena de julho e começo de agosto, quando o BCB tentou apertar de vez a política monetária, as tensões no mercado de câmbio tornaram-se insuportáveis e toda a política foi revertida abruptamente, na primeira quinzena de setembro.

O anúncio da segunda fase do Plano Collor foi precedido por um período de crescente acúmulo de tensões. A alta dos mercados de risco reforçava as indicações de ampliação da liquidez e os rumores de intervenções do BCB no dólar paralelo e no ouro alimentavam as especulações sobre novo pacote e novas medidas de emergência. A projeção inicial de correção dos BTN de apenas 0,8% para maio foi sendo corrigida aos saltos, chegando a 5,38% no fim do mês. O BCB puxou bastante os juros na terceira semana, quando o índice de inflação da FIPE atingiu 8,54%, mas o overnight acumulado no mês ficou em 5,94%, muito abaixo dos índices de preços. Era grande a demanda do público por aplicações financeiras de curtíssimo prazo, ou moeda indexada, e os bancos sentiam falta de títulos para lastreá-las.

O pacote de maio foi apresentado como uma opção firme pela recuperação do controle monetário, desmontagem das regras de indexação e abandono das práticas acomodadoras do BCB. O fim da zeragem automática do mercado e o retorno das LTN seriam as medidas mais relevantes para a retomada do controle sobre a emissão de moeda. Além de instrumento básico para viabilizar o sistema de moeda indexada, a zeragem seria decisiva para manter a passividade do BCB, fazendo com que a oferta de moeda fosse determinada de fato por decisões de portfólio do público. Acreditava-se que, sem a zeragem, a liquidez voltaria a ter custo e os juros deixariam de estar indexados às expectativas de inflação, o que seria reforçado pela volta das LTN. As metas estreitas da programação monetária, por fim, reforçavam o firme compromisso de controle da quantidade de moeda, e não das taxas de

juros. Havia ainda diversas medidas de restrição ao crédito e de enxugamento da liquidez dos bancos.

As medidas foram bem recebidas e os mercados se prepararam para o anunciado fim da zeragem no último dia útil de maio. As LTN foram bastante procuradas pelas instituições financeiras no primeiro leilão, dia 29/5, tendo sido vendidos Cr\$ 288,2 bilhões (títulos de 7 dias, a 9,18% ao mês; de 28 dias, a 11,58% ao mês). No dia seguinte, porém, os juros caíram, possivelmente porque as instituições tinham se antecipado ao risco de alta fazendo caixa. Com isto, o BCB vendeu LTN de 6 dias em *go around* (leilão informal); como os juros subiram um pouco além do desejado, o BCB recomprou cerca de Cr\$ 20 bilhões das antigas LFT, ampliando a liquidez do sistema.

Os primeiros *go around* inauguraram uma série de intervenções quase diárias do BCB, comprando e vendendo títulos fora dos leilões primários semanais⁷⁴. Houve *go around* de compra ou venda de LTN, ou ambos (e uns poucos leilões de recompra de LFT), em quase todos os dias de junho até outubro, com apenas 17 exceções (dois dias em junho, dois em julho, um em agosto, oito em setembro, quatro em outubro).⁷⁵ Os valores envolvidos nos *go around* variaram muito neste período, havendo dias com movimento da ordem de Cr\$ 50 bilhões a Cr\$ 100 bilhões, e até Cr\$ 300 bilhões (5/6), e outros com valor abaixo de Cr\$ 10 bilhões.

A sequência de *go around* virtualmente ininterrupta demonstra que a zeragem foi apenas substituída por um outro mecanismo de intervenção diária do BCB, com o mesmo objetivo de afetar a taxa de juros. Não é possível fazer uma afirmação inteiramente conclusiva neste sentido, pela falta de informações sobre os volumes operados diariamente no regime de zeragem praticado até então. Pode-se questionar se o volume

⁷⁴ Leilões primários são aqueles em que se caracteriza a emissão e a primeira negociação dos títulos. São em geral realizados em data certa (usualmente às terças-feiras no caso das LTN, com liquidação no dia seguinte), com propostas enviadas por escrito à autoridade monetária em resposta a um edital emitido com este fim, em que se discriminam os vencimentos e quantidades em oferta, sempre de títulos a serem emitidos na própria data de liquidação do leilão. Os *go around* são leilões informais, realizados a qualquer momento pela mesa de operações do BCB, em geral com intermediação das instituições *dealers*. Os *go around* são considerados como parte do mercado secundário, embora muitas vezes incluam papéis da carteira do BCB que não chegaram a ser vendidos ao mercado. Pode haver vários *go around* de compra ou venda num mesmo dia, em sequência ou não, ou envolvendo compra e venda simultânea de um ou mais vencimentos.

⁷⁵ Andima (s/d) traz uma relação dos *go around* de todo o ano de 1990, com informações detalhadas sobre cada um deles.

operado em *go around* na maior parte dos dias não seria muito inferior ao volume envolvido na zeragem.

Ainda assim, é certo que não se viabilizou o objetivo de orientar a ação do BCB pelas metas monetárias e deixar a taxa de juros como variável de ajuste. A estratégia pressupunha que as LTN fossem vendidas a tomadores finais, libertando o BCB do conflito entre juros diários e rendimento das carteiras das instituições. Dada a demanda do público por moeda indexada e o desinteresse das instituições financeiras de bancar LTN com recursos próprios, na prática manteve-se o mesmo esquema anterior. A sequência de *go around* decorria exatamente da necessidade colocada para o BCB de compatibilizar as condições de liquidez do mercado e os juros das carteiras de títulos públicos em poder das instituições financeiras.

Nos primeiros leilões de junho, os bancos esperavam queda da inflação e dos juros, ou pelo menos estabilidade. Com as projeções maiores para os índices de preços, o BCB tratou de elevar os juros do *overnight*, por meio de recompra de papéis. Com o risco de prejuízos daí decorrente, as instituições financeiras reduziram a demanda nos leilões primários, com grande pressão sobre o BCB para aceitar taxas mais altas. Se isto ocorresse, porém, haveria prejuízos muito grandes nas carteiras adquiridas nos leilões anteriores, a juros mais baixos. As instituições menores se afastaram do mercado e as grandes passaram a realizar fortes movimentos especulativos, provocando oscilações de até cinco pontos percentuais na taxa *overnight* em um mesmo dia.

No final do mês, os aplicadores de recursos reclamavam da grande instabilidade dos juros oferecidos pelos bancos e estes reclamavam de prejuízos com as LTN e da insegurança quanto à tendência dos juros, enquanto diversos analistas apontavam o risco de juros reais baixos, destacando a diferença entre o *overnight* e os BTN.

Na última semana de junho o BCB teve que recomprar boa parte dos papéis. O valor vendido vinha oscilando muito nos leilões primários, com taxas sempre em alta, e por vezes o BCB teve que fazer *go around* no dia mesmo da liquidação dos leilões, ou no dia seguinte. No leilão de 26/6 o volume não foi divulgado, acreditando-se ter sido muito abaixo do necessário para cobrir os resgates, e o BCB realizou *go around* de venda no mesmo dia e de novo no dia 28. Nos dias 29 e 30

inverteu-se a posição e o BCB teve que recomprar LTN (vencimento 4/7) em novos go around.

As dificuldades de junho foram apresentadas como decorrentes de uma fase de adaptação necessariamente difícil, além de problemas de ordem conjuntural, como o acerto das posições de cruzados novos. O quadro de instabilidade perdurou na primeira quinzena de julho, com as taxas muito pressionadas (o overnight diário atingiu 19% ao mês) e o BCB realizando diversas recompras de LTN. A partir de meados de julho, porém, apesar das expectativas de encolhimento da liquidez com a venda da primeira parcela de certificados de privatização - CP e de outros fatores de contração conjunturais, os juros foram recuando até 15,55% ao mês (taxa diária), refletindo o declínio das expectativas de inflação para agosto.

Este foi provavelmente o período de expectativas mais favoráveis ao sucesso do Plano Collor, revertendo-se o temor de volta da inflação elevada que pairava como uma ameaça desde que surgiram os primeiros sinais de descontrole da liquidez após o bloqueio. A inflação estimada para agosto no mercado futuro de BTN (Bolsa Mercantil & de Futuros - BM&F) caiu de 19% nos primeiros dias de julho para 12,4% em meados do mês e 9,16% no final.

Agosto entrou com juros firmes, apesar da expectativa de inflação em queda. O BCB quis recomprar parte dos papéis, mas as instituições financeiras relutavam em vender, acreditando que os juros iriam cair mesmo e seria melhor manter os títulos, pois o risco de prejuízo no curto prazo seria compensado depois. Já no primeiro leilão, porém, os bancos pressionaram por juros mais altos, em especial nos títulos de 28 dias, cujo vencimento caía no começo de setembro. Eram os sinais iniciais de uma reversão das expectativas de inflação, com o começo do conflito no Golfo Pérsico (invasão do Kuwait pelo Iraque), além dos receios de uma forte alta dos juros em setembro, com o anunciado aperto drástico da liquidez que o BCB estaria planejando.

A partir da segunda semana cresceram as expectativas de rigoroso aperto monetário e inflação um pouco maior, com a conseqüente elevação dos juros. As instituições procuraram antecipar a captação de recursos e as taxas dos títulos privados subiram bastante. No segundo leilão as LTN subiram também e o BCB vendeu pouco para não aceitar alta ainda

maior. Nos dias seguintes, porém, as taxas começaram a recuar e foram caindo até o final do mês. A queda refletiu a atitude do BCB de não forçar a venda de LTN. Só no último leilão do mês a venda foi expressiva, mas ainda abaixo dos vencimentos. Agosto fechou com resgate de títulos federais de Cr\$ 51,2 bilhões, montante em que se refletia também a volatilidade das expectativas sobre o cenário externo e sobre a magnitude do esperado aperto da liquidez, a esta altura já conhecido como "setembro negro".

A principal ameaça de contração drástica da liquidez em setembro era a exigência de acerto definitivo do recolhimento de cruzados pelos bancos ao vencer o prazo de 180 dias estabelecido em março para a transferência de titularidade. A exigência se faria com a liquidação das linhas de cobertura de insuficiência de cruzados novos, criadas em abril (Circular 1.663). Outras ameaças comentadas incluíam o resgate das LBC especiais trocadas por títulos privados em março para facilitar a captação de recursos pelos bancos, o aumento do total de certificados e privatização a serem compulsoriamente adquiridos pelos bancos e a exigência de recolhimento pelas instituições financeiras da diferença entre o volume de crédito ao consumidor em 31/8 e 60% da posição registrada em 15/5.

Parecia evidente que tais exigências não poderiam ser cumpridas de imediato, mas diversas declarações do BCB indicavam que se tentaria fazê-lo, talvez apenas como instrumento para impor violenta contração da liquidez, na medida julgada necessária para garantir a queda da inflação.⁷⁶ As repercussões das ameaças acabaram dificultando a gestão da política monetária em agosto, com a queda da demanda por títulos federais, a alta dos juros e a tendência de apreciação do câmbio. Na última semana o presidente do BCB procurou desfazer as apreensões, assegurando que o ajuste das deficiências iria ser gradual e sem tumultos, mas não conseguiu retirar inteiramente do horizonte

⁷⁶ Em 26/7, a *Gazeta Mercantil* (p. 25) trouxe declarações de Luís Eduardo Assis de que a deficiência de cruzados atingia Cr\$ 1 trilhão e que em tese o BCB poderia exigir o pagamento deste valor em cruzeiros em 18/9. Duas semanas depois, em 15/8, a *Gazeta Mercantil* (p. 23) e a *Folha de S. Paulo* (p. B-11) reproduziam com as mesmas palavras declarações de Ibrahim Eris de que o BCB em setembro "definirá novas regras para o sistema financeiro", a serem anunciadas com antecedência, e ganhará condições para "fazer o aperto monetário que quiser (...); todas as dívidas dos bancos em cruzados novos serão cobráveis em cruzeiros pelo BC a partir de meados do mês que vem; (...) o BCB tem poder para definir um cronograma para os recolhimentos e isto dará poderes para definir o aperto monetário que quiser".

uma ameaça que vinha sendo repetida havia semanas.⁷⁷ Só no último dia de agosto (*Gazeta Mercantil*, 1-3/09/1990, p. 1) anunciou-se que as caixas econômicas e as empresas de *leasing* teriam prazos maiores para recolher os cruzados, estimando-se então que o recolhimento atingiria apenas Cr\$ 80 bilhões.

As declarações ameaçadoras e a persistência dos rumores entre as instituições financeiras sugerem que o BCB efetivamente considerava a hipótese de um drástico aperto de liquidez em setembro, numa tentativa de aproveitar o momento favorável para aplicar um golpe decisivo na inflação. A instabilidade das taxas de juros, porém, reforçada sobremaneira por esta sucessão de ameaças, provocou o forte resgate de títulos federais e a conseqüente expansão da base monetária naquele mês, o que alimentou as expectativas negativas e a ameaça de um forte aperto da liquidez em setembro.

A redução da base monetária em junho e julho contribuíra bastante para reforçar as expectativas favoráveis daquele momento, mas deve-se indagar em que medida estas quedas de fato indicavam êxito da política monetária em andamento. A forte contração de junho não conseguia reverter o crescimento excepcional do mês anterior, embora tivesse resultado quase inteiramente do recolhimento de cruzados novos pelos bancos (ou seja, reversão do descontrole dos meses anteriores). Porém, os depósitos de instituições financeiras e os empréstimos de liquidez tiveram forte movimento expansionista, da mesma forma que as operações com títulos federais. Pode-se supor que, para viabilizar o ajuste das posições em cruzados, o BCB foi levado a ampliar o auxílio de liquidez aos bancos e a recomprar parte de seus títulos, atenuando o efeito que o recolhimento de cruzados deveria provocar (Tabelas 9 e 12).

Em julho, ao contrário, por primeira e única vez no Plano Collor, todas as contas principais da base monetária foram contracionistas, à exceção das operações com o setor externo, possivelmente refletindo já a preocupação de se evitar a apreciação cambial. O resultado de julho corresponde ao momento mais favorável das expectativas, mas em agosto

⁷⁷ Em reunião com banqueiros, Ibrahim Eris declarou que a retirada dos cruzados em setembro seria gradual e sem tumultos, estimando o valor total em Cr\$ 910 bilhões (*Gazeta Mercantil*, 25-27/08, p. 23). Dias depois, porém, a notícia de que o BCB não levaria para a reunião do CMN o cronograma de recolhimentos prometido provocou nova onda de rumores (*Gazeta Mercantil*, 30/8/1990, p.27), com muitas especulações de que o BCB estaria "retendo o trunfo na manga", como uma espada sobre a cabeça dos bancos.

sua sustentabilidade foi bastante questionada pelo resgate de títulos federais, em montante superior ao resultado contracionista líquido do redesconto mais depósitos de instituições financeiras, mantendo-se o resultado expansionista das operações cambiais.

A base monetária ter voltado a crescer em agosto era um mau resultado. Embora insistindo de público que era um valor pouco expressivo e que teria resultado de fatores conjunturais (cinco finais de semana no mês, greve dos bancários), a equipe econômica possivelmente tomou estes resultados como prenúncio de dificuldades maiores e optou pela radicalização da política monetária restritiva a partir de meados do mês, admitindo inclusive a apreciação cambial, até então cuidadosamente evitada.

O mês de setembro representou uma guinada relevante na política monetária, retornando-se ao regime característico do período de alta inflação: ênfase na sustentação de juros elevados, e não no controle da emissão primária de moeda; operações com títulos públicos como variável de ajuste dos demais fatores de expansão monetária; aceitação de crescimento da base monetária, desde que inferior ao ritmo de alta dos preços. A opção de concentrar esforços nos preços e não nas quantidades também passou a orientar a política cambial, depois da clara reversão do dia 11/9, quando o BCB passou a comprar divisas com bastante vigor, induzindo desvalorizações expressivas do cruzeiro.

Se na política cambial a reversão teve esta data precisa, na área monetária a passagem foi gradual. A ampliação da base de incidência do compulsório sobre depósitos à vista, alcançando todos os recursos em trânsito, indicava persistência na orientação anterior. Estimou-se que o BCB teria retirado do sistema cerca de Cr\$ 120 bilhões desta forma, em 10/9, e o ajuste das deficiências de cruzados novos, dia 18/9, foi estimado entre Cr\$ 60 bilhões e Cr\$ 130 bilhões, bem abaixo da ameaça inicial, mas ainda assim um montante muito expressivo. Este esforço de contração da base monetária, porém, acabaria sendo largamente superado pelo resgate maciço de títulos públicos, Cr\$ 214,2 bilhões, e pela compra de divisas no mercado de câmbio, Cr\$ 50,2 bilhões.

A tendência dos juros durante o mês acabou sendo muito afetada pelas oscilações nas expectativas não apenas quanto aos ajustamentos das contas das instituições financeiras, mas também quanto aos efeitos

da crise dos bancos estaduais, que levou à intervenção do BCB em treze instituições na segunda quinzena do mês. Acrescente-se ainda o aumento nos custos das linhas de assistência de liquidez. O BCB atuou diversas vezes recomprando papéis, preocupado com os efeitos de rendimentos inferiores ao *overnight*. Na última semana, com os juros em tendência de queda, o BCB voltou a vender papéis, levando o mercado à conclusão de que o aperto monetário continuaria e que a inflação estava em alta.

O retorno ao padrão de política monetária anterior consolidou-se no começo de outubro. No dia 10 o BCB promoveu grande leilão de troca de LTN, vendendo cinco vencimentos em troca de até 2/3 das posições de outros três que vinham dando prejuízo. "A expectativa de aceleração da taxa de inflação, com a necessidade de ajustes para cima na taxa nominal de juros, levou a um impasse entre o Banco Central e o sistema financeiro detentor de títulos públicos. Este impasse só pôde ser solucionado através de uma operação de *stop-loss*, através da qual o Banco Central trocou os títulos em mercado. Além disso, a política restritiva (...) estava começando a produzir turbulências acentuadas na economia, aumentando o risco de crédito no setor privado financeiro e não-financeiro e, sobretudo, elevando de forma explosiva o custo de rolagem dos títulos públicos estaduais" (Moura, 1991, p. 2).

Em meados de outubro, Luís Eduardo Assis admitia a possibilidade de voltar aos *go around* de dinheiro (forma operacional por excelência da zeragem automática) para facilitar a estabilização das taxas de juros, embora ressaltando a conveniência de, antes de fazê-lo, avaliar melhor o nível de liquidez (*Gazeta Mercantil*, 20-22/10/1990, p. 16).

Os problemas gerados pela instabilidade dos juros e pelas ameaças de aperto monetário tiveram desdobramentos bastante negativos. "A maior demanda por reservas (dos bancos) significou aperto do crédito (...), o que ajudou a precipitar uma onda de pedidos de concordatas de empresas em dificuldades. Naturalmente, isto aumentou a seletividade na concessão de crédito, o que, por sua vez, agravou o aperto de liquidez com se defrontava o setor produtivo, dando alento a novos casos de insolvência. Esse círculo vicioso gerou um aperto de crédito possivelmente muito maior do que o próprio governo chegou a aventar e, conseqüentemente, uma velocidade de queda do nível de atividade mais rápida do que seria desejável, além de taxas de juros mais altas e

mais erráticas do que seria razoável. Isto contribuiu para erodir a possibilidade de manutenção de uma coalizão mais ampla de apoio ao programa de estabilização" (Werneck, 1991, p.182).

A segunda etapa do Plano Collor se encerrava assim em meio a um quadro bastante difícil. Além de não ter revertido a inflação alta que herdara da primeira fase, a política "orotodoxa" produziu um quadro de tensões bastante difícil, seguindo-se o retorno às práticas da fase anterior ao bloqueio da liquidez. A inflação continuou em alta firme e novo programa de estabilização seria levado à prática alguns meses depois, o Plano Collor II, no final de janeiro de 1991.

ANEXOS AO CAPITULO 2

Anexo 1 Base monetária e haveres financeiros

Os títulos federais em poder do público sofreram forte corrosão do seu valor real com as regras do Plano Collor. Em março a inflação medida pelo INPC foi de 82,18%, muito acima dos 36,75% de correção das Letras Financeiras do Tesouro (LFT), papel que representava 98% da dívida mobiliária federal em poder do público. A desvalorização real de 24,9% afetou a parcela retida no BCB e também a parcela liberada em cruzeiros. Atuou no mesmo sentido a incidência de alíquota mais elevada do IOF sobre os fundos ao portador, em grande parte lastreados por estes papéis. O efeito mais ameno sobre os títulos estaduais e municipais (Tabelas 2 e 2.1) se deve a que boa parte dos detentores destes papéis eram entidades de governo, livres portanto do bloqueio da liquidez de suas aplicações.

Os números do M_2 estão muito influenciados pelas fortes guinadas do valor real dos títulos estaduais e municipais em poder do público nos primeiros meses após o choque (Tabela 2.1), explicáveis talvez pelas dificuldades para se acertar a posição das instituições financeiras junto ao BCB após o choque.

O total de títulos privados da Tabela 2 talvez exclua os títulos mantidos pelas instituições financeiras em carteira própria para lastrear aplicações *overnight* (operações conhecidas como ADM). Esta é uma explicação para o fato de estes valores, em alguns meses, serem

menores que o total de depósitos a prazo fixo dos bancos (Tabela 3), já que estes devem ser obrigatoriamente parte dos títulos privados. Estes devem incluir também papéis emitidos por bancos públicos (caso contrário, o total de depósitos a prazo sem o Banco do Brasil e as caixas econômicas (Tabela 3) deveria estar bem mais próximo do valor dos títulos privados no M_4).

Anexo 2 Crédito

O BCB divulga duas séries sobre o total de crédito da economia. Sob o conceito de empréstimos ao setor privado por prestador final (Tabela 3), aparece desde 1966, no *Boletim Mensal*. Como operações de crédito por tomador final, incluindo o setor público (Tabela 5), aparece no *Relatório Anual* desde 1982 e no *Boletim Mensal* desde 1988. O valor referente ao setor privado na segunda não coincide com a primeira, embora as divergências sejam relativamente pequenas.

Ao contrário da captação de recursos pelos bancos e do mercado interbancário (títulos públicos, CDB, Depósitos Interfinanceiros), para as operações de crédito não há taxas médias de juros obtidas por critérios suficientemente confiáveis.

No caso de médias calculadas por órgãos de imprensa ou empresas de consultoria, não se conhece a amostra utilizada nem o rigor com que são apuradas as informações. As publicações mais conhecidas do BCB não trazem juros do crédito. As *Estatísticas Básicas do Mercado Financeiro e de Capitais* (BCB/DINOR/DEASF/DIAFI, edição mensal) incluem "taxas de aplicação" dos bancos e financeiras, sem explicações metodológicas. Para alguns meses são muito grandes as divergências com outras médias disponíveis, em outros a aproximação é razoável.

As dificuldades podem se explicar pela dispersão das fontes primárias: no caso das operações em agências bancárias, somente cada banco dispõe da sua própria taxa média; nas operações de grande porte, fechadas em mesas de operações, não há um registro geral dos negócios, como acontece com os DI e CDB de valor elevado, registrados e custodiados na Cetip.

Somente nas linhas do BNDES e no crédito habitacional se poderiam obter médias confiáveis. No crédito comercial, as estatísticas não discriminam empréstimos *hot money*, capital de giro ou desconto de

duplicatas, operações em geral fechadas nas agências, com prazos de até 30 dias. Nas estatísticas do BCB, as três modalidades (desconto, giro e *hot*) aparecem sob o mesmo título.

A passagem das médias disponíveis por modalidade de crédito para uma média geral aumenta ainda mais o grau de imprecisão, pois não existe um parâmetro de participação das diversas modalidades no total, nem informações que permitam estabelecê-lo.

Como qualquer média seria arbitrária, inclusive pelos graus distintos de afastamento entre as médias das diferentes modalidades de crédito no período, pareceu mais adequado fazer os cálculos das Tabelas 4.2 e 5.2 com base nas taxas médias mensais acumuladas dos DI. Estas representam o piso mínimo das taxas de juros cobradas no crédito (embora existam operações de *hot money* com juros pouco abaixo dos DI, mas só em alguns momentos e em poucas operações). Com isto, o "deflator" adotado é sempre menor que a média, viesando o resultado de forma previsível, com intensidade desconhecida.

Com deflação pelo INPC, fica subestimada a posição real de fim de março, já que o valor nominal das operações de crédito existentes foi de fato corrigido por um percentual bem menor que o deflator. Se for usada a taxa média dos Depósitos Interfinanceiros (DI), acontece distorção inversa, pois o "deflator" utilizado é de fato menor que a correção nominal do valor das operações no mês.

Os DI são negociados apenas entre instituições financeiras, geralmente com prazo de um dia. É um mercado bastante ativo. O juro aí praticado se forma a partir da taxa *overnight* praticada nos negócios com títulos federais entre instituições financeiras, mercado em que o ECB pode intervir diretamente. A partir dos juros praticados nos DI os bancos definem as taxas para a captação dos Certificados de Depósitos Bancários (CDB) e para a concessão de empréstimos de diferentes prazos. *Hot money* é o crédito de curtíssimo prazo, geralmente por um dia ou com renovação diária, com juro fixado a partir da taxa diária dos DI mais um pequeno acréscimo, ou sem acréscimo. São operações de valor elevado e restritas a tomadores de grande porte e baixo risco. Por vezes são fechadas com prazo um pouco maior e juro prefixado.

Anexo 3 Juros

Na Tabela 5 estão os juros diários acumulados em cada mês: a correção diária dos Bônus do Tesouro Nacional, BTN, era definida pelo governo e se aplicava às cadernetas de poupança; o *overnight* em títulos públicos era definido diretamente pelo BCB até maio-junho de 1990, tendo voltado a fazê-lo em setembro daquele ano; e os depósitos interfinanceiros (operações de curtíssimo prazo entre instituições financeiras), que balizam as taxas dos CDB e do crédito de 30 dias. Estas taxas aparecem na Tabela 7, para as quartas-feiras de cada semana. Além de permitir uma melhor visualização da tendência dos juros ao longo do mês (o que não aparece nas taxas acumuladas mensais do *over* diário), a utilização de taxas de dias determinados evita as dificuldades de se calcular uma média para períodos maiores, pois as taxas nominais diárias não são diretamente comparáveis. Ao fixá-las, os bancos levam em conta o número de dias úteis e de dias corridos incluídos na operação, de forma a obter um determinado juro por dia útil. A média das taxas diárias deveria, portanto, reduzi-las todas a uma taxa equivalente por dia útil. Além disto, a deflação desta taxa média ficaria prejudicada, já que estaria incluindo uma parte do mês seguinte, referente às operações contratadas após o início do mês a que se refere a média. Estes critérios foram levados em conta na fórmula de deflação, explicada na própria tabela.

Anexo 4 Dados disponíveis sobre a criação de cruzeiros

As informações sobre a criação de cruzeiros no período imediatamente posterior ao bloqueio estão reunidas em quatro tabelas do BCB: saldos diários da base monetária e do M_1 ; fatores condicionantes da base monetária; fatores responsáveis pela formação do M_4 em cruzeiros; cruzados novos retidos e conversões efetivadas. Este conjunto de dados apresenta problemas significativos no que se refere a precisão, critérios adotados de classificação, discrepâncias e dificuldades para consolidá-los entre si.

A Tabela 1 traz o valor diário da base monetária e do M_1 de março a maio de 1990. A Tabela 9 discrimina os fatores condicionantes da base monetária de janeiro de 1990 a janeiro de 1991. Acrescentou-se um agrupamento para o trimestre março-maio, de forma a facilitar a

comparação com os fatores responsáveis pela formação do M_4 em cruzeiros de 19/3/90 a 31/5/90 (Tabela 11).

Os dados da Tabela 9 para março incluem os primeiros nove dias úteis do mês, anteriores ao feriado bancário iniciado em 14/3/90, não estando disponíveis números referentes a cada item apenas nos dez dias úteis a partir de 19/3, quando reabriram os bancos. Isto prejudica a análise da criação de cruzeiros no plano Collor e o cruzamento dos números das três tabelas.

Quanto à classificação das informações, a discriminação dos fatores condicionantes da base monetária no período inicial do plano apresenta como novidade apenas a inclusão da rubrica "depósitos em NCz\$ - MP 168", o que é insuficiente diante das peculiaridades daquele momento. O caráter demasiadamente genérico desta conta não permite que sejam visualizados os importantes movimentos nela envolvidos, o que dificulta bastante a análise dos elevados montantes registrados para março, abril e maio de 1990.

Por outro lado, entre os fatores expansionistas não são discriminadas as conversões de cruzados em cruzeiros pelos Estados, municípios e previdência, operações que usualmente não afetam a base monetária, mas que naquele momento representaram importante fonte de criação de cruzeiros.

Tais lacunas e imprecisões reforçam a hipótese de que muitos cálculos foram feitos *a posteriori* e por meio de aproximações, com rigor discutível. Na Tabela 9, as rubricas "depósitos em NCz\$" e "outras contas" devem ter sido usadas para "fechar" as imprecisões. Na Tabela 11, é inadequado classificar como "residuais e exógenos" fatores que responderam por 18,7% da criação de M_4 em cruzeiros, sendo que um destes fatores (rendimentos de cadernetas de poupança) nada tem de exógeno. Acrescente-se que a discriminação dos dados para aqueles meses só foi divulgada pelo BCB um ano depois ("Nota para a Imprensa", 10/04/91), sem ter sido incluída nas suas demais publicações. Outra restrição é a falta de informações sobre o comportamento diário dos diferentes fatores condicionantes da base monetária.

A comparação dos números da Tabela 9 com os da Tabela 11 fica prejudicada por não se poder identificar com clareza nesta última quanto dos valores indicados envolveu emissão de base, com exceção de

alguns fatores mais óbvios. Dentre estes, os dados para o trimestre março-maio coincidem com pequenas discrepâncias para:

- empréstimos de liquidez, com Cr\$ 120,0 bilhões e Cr\$ 120,2 bilhões, respectivamente, com números idênticos para maio;

- impacto monetário do Tesouro Nacional, com Cr\$ 348,8 bilhões na Tabela 9 e Cr\$ 346,5 bilhões na Tabela 11, valor obtido nesta última ao se abater o superávit de caixa do Tesouro do total de cruzados convertidos por pagamento de impostos federais (cruzeiros disponíveis ao Tesouro); contudo, pelo mesmo critério os valores para maio divergem bastante: Cr\$ 167,7 bilhões e Cr\$ 218,5 bilhões.

Nas operações do setor externo, os valores são iguais para maio, mas para os três meses a diferença é significativa: Cr\$ 152,1 bilhões contra Cr\$ 204,8 bilhões. Isto pode se dever aos nove dias úteis de março anteriores ao choque incluídos na Tabela 9, quando tais operações provavelmente tiveram impacto contracionista, a exemplo do mês anterior, devido à expectativa de que as medidas do novo governo incluiriam uma forte desvalorização cambial.

Os saldos de M4 na Tabela 11 (Cr\$ 3,229 trilhões em abril e Cr\$ 3,945 trilhões em maio) são inferiores aos da Tabela 2 (Cr\$ 3,84 trilhões e Cr\$ 4,444 trilhões); os depósitos à vista na Tabela 1 (Cr\$ 392 bilhões em março, Cr\$ 521,9 bilhões em abril e Cr\$ 714 bilhões em maio) estão abaixo da Tabela 2 (Cr\$ 432 bilhões, Cr\$ 569,5 bilhões e Cr\$ 790,7 bilhões), enquanto os números do paei-moeda em poder do público são quase iguais e os da base monetária coincidem.

Anexo 5 A conta de depósitos em NCz\$ (MP 168) e a Tabela 12

Para se analisar a movimentação dos cruzados retidos, a fonte mais importante é a tabela Cruzados Novos à Ordem do BCB e Conversões Efetivadas, incluída apenas nas notas mensais do BCB para a imprensa. Há nela duas dificuldades importantes. Primeira, como não se divulgou a metodologia adotada, não se sabe o que está incluído nos totais de cruzados recolhidos e de conversões efetivadas. Segunda, os dados aparecem como valor acumulado a partir de março de 1990, o que impede o cálculo preciso dos recolhimentos mensais, já que seria necessário descontar a valorização do estoque preexistente.

Para contornar tais restrições, a partir da citada tabela do BCB montou-se a Tabela 12. Nela são mantidas três colunas da tabela original (col. 1 a 3): total de cruzados novos à ordem do BCB (cruzados devidos pelos bancos ao BCB); posição mensal acumulada de cruzados novos recolhidos ao BCB (cruzados de fato recolhidos); e relação percentual entre as duas. A partir da coluna 4 apresentam-se os fluxos mensais de recolhimentos e conversões (estas com sinal negativo, indicando saída de recursos do BCB), calculados a partir dos números informados na tabela original do BCB.

Para os cruzados recolhidos, o cálculo deste fluxo apresenta um problema: desde o primeiro dia do bloqueio, o estoque depositado no BCB passou a ser valorizado diariamente, pela variação dos BTN mais 0,5% ao mês. Caso os novos recolhimentos tivessem dia certo para serem agregados ao estoque, se poderia tentar separar a base original do novo fluxo e calcular quanto do crescimento do estoque a cada mês seria devido a novos ingressos de cruzados e quanto resultaria de correção monetária do próprio estoque. Não havendo data regular para os recolhimentos, não pode ser feito o cálculo com precisão aceitável.

A opção adotada foi destacar a variação nominal do estoque a cada mês (col. 4 da Tabela 12), obtida pela subtração das posições de final de período, e também a variação das posições mensais já descontada a correção (col.5). Para isto, antes de fazer a subtração, valorizou-se a posição do final de cada mês pelo fator de correção dos cruzados no mês seguinte, na hipótese de que se compensariam a correção parcial dos recolhimentos ocorridos após o início do mês e a dos cruzados liberados durante o mês.

O cálculo do fluxo mensal de conversões não enfrenta problema semelhante, pois a tabela do BCB informa o total acumulado até a data, certamente pela simples adição do valor nominal das conversões. Assim, o fluxo mensal de conversões informado (col. 6) pode ser obtido pela subtração dos valores acumulados mês a mês.

Por fim, o recolhimento mensal de cruzados ao BCB é informado pela diferença entre a variação do total de cruzados recolhidos (col.4 ou 5) e as conversões no mês (col.6), pois aquele total é o saldo entre os dois movimentos descritos no texto (cruzados recolhidos e conversões). Esta diferença aparece sob dois conceitos: na coluna 7,

Tabela 13 Conversões e recolhimentos de cruzados novos pelos bancos (Cr\$ bilhões)

	março	mar+abr	abril	maio	junho
Conversões					
Tab. 12	212	710	498	642	62
Tab. 11: conversões previstas e autorizadas, menos a inicial	nd	1.165,4	nd	640	-
Tab. 11: idem, menos rendimentos de cadernetas até 15/4	nd	784,8	nd	640	-
Recolhimentos (Tab. 12)	nd	nd	296,9	208,3	301,8

Fontes: Banco Central do Brasil (Tabelas 11 e 12). Elaboração do autor

parte-se do fluxo nominal do total de cruzados recolhidos (col.4); na coluna 8, parte-se do fluxo menos a correção do estoque (col.5).

As estimativas encontradas, porém, divergem dos dados trazidos pelas demais tabelas, por vezes de forma acentuada. A hipótese inicial é de metodologias diferentes, com lançamentos nos itens outras contas, na Tabela 9, e fatores residuais e exógenos, na Tabela 11. A Tabela 13 resume os números das Tabelas 11 e 12 para conversões e recolhimentos.

Comparando-se o valor das conversões nas Tabelas 11 e 12, para maio há coincidência se os Cr\$ 642 bilhões da Tabela 12 forem comparados com os Cr\$ 640 bilhões a que se chega pela soma das conversões previstas e autorizadas da Tabela 11 (itens A e B). Porém, por igual critério, para março e abril (juntos na Tabela 11), excluída a conversão inicial, encontra-se Cr\$ 1.165,4 bilhões na Tabela 11, muito acima dos Cr\$ 710 bilhões da Tabela 12. O valor indicado pela Tabela 11 para março e abril recua para Cr\$ 784,8 bilhões (cerca de 10% acima do valor indicado na Tabela 12, portanto) se forem excluídas as conversões por conta de rendimentos de cadernetas de poupança até 15/4, item obviamente de valor zero em maio. Mas não há justificativas para tal exclusão (seção 2.6).

O saldo entre conversões e recolhimentos de cruzados ao ECB da Tabela 12 (col. 4 ou 5) não coincide com a conta MP 168 da Tabela 9, possivelmente porque esta, registrando apenas movimentação de cruzeiros, não inclui cruzados recolhidos no vencimento de aplicações depois de 15/3.

Em maio, quando tais vencimentos já eram de pouca importância, os números se aproximam. A expansão de Cr\$ 53 bilhões da Tabela 9 fica muito abaixo dos Cr\$ 338 bilhões da Tabela 12, ou Cr\$ 433,7 bilhões, com valorização da posição do mês anterior. Mas, abatendo-se do total de conversões os valores referentes ao Tesouro Nacional, lançados em conta específica na Tabela 9, há ingresso de Cr\$ 36,5 bilhões no BCB pelo critério nominal, e saída de Cr\$ 59,2 bilhões com valorização da posição anterior, número este próximo do encontrado na Tabela 9.

Em junho já não havia conversões por conta de impostos e os números ficam próximos outras vez: recolhimento de Cr\$ 239,8 bilhões na col.5 da Tabela 12 e contração monetária de Cr\$ 258,9 bilhões na Tabela 9. Nos outros meses, porém, os números se aproximam apenas para setembro e dezembro, com diferenças muito fortes em julho, agosto, novembro e janeiro de 1991.

Vale observar que a ocorrência de números negativos na col.8 da Tabela 12, estranha a princípio, pode ser atribuída a ajustamentos nas reservas bancárias em cruzados novos, com devolução aos bancos de valores recolhidos em excesso ao BCB em meses anteriores.

Anexo 6 Crédito do BCB aos bancos

No *Brasil Programa Econômico* (BCB, 1991a, Tabela 2.1. p.35) e no *Relatório Anual* (BCB, 1991d, Tabela 2.6, p.41) os principais fatores condicionantes da base monetária discriminam os depósitos de instituições financeiras em três contas: depósitos vinculados ao SBPE, depósitos vinculados ao crédito rural e depósitos de instituições financeiras, esta última com uma nota explicando que "inclui depósitos de instituições financeiras referentes a excessos sobre operações de crédito (Resoluções 1715 e 1718)". Os depósitos vinculados ao SBPE representam 80% da soma dos três para todo o ano de 1990. Como nestas duas publicações a tabela de fatores condicionantes da base monetária não traz os valores mês a mês, utiliza-se aqui a versão publicada na "Nota para a Imprensa" (BCB, 4/3/1991, p.4): uma só conta de depósitos de instituições financeiras, reunindo as três indicadas acima.

As diferenças entre a Tabela 14 e os números da Tabela 9 podem resultar de enfoques diversos, com a primeira registrando apropriação de encargos devidos, mas não necessariamente desembolsados, e a conta

Tabela 14
BANCO CENTRAL DO BRASIL - CRÉDITOS A INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS
1988-91

Saldo em milhões de cruzeiros

Final do Período	Com Recursos Não-Vinculados								C/ Rec. de Fundos e Programas		Total	
	Banco do Brasil	Bancos Comerciais		Bancos de Desenvolv. Estaduais	Bancos de Invest.	Caixas Econômicas		Outras Instituições Financeiras	Total	Caixas Econômicas Estaduais		Total
		Oficiais	Particulares			Federal	Estadual					
1988 Dez.	156	14	5	4	-	1	-	54	237	7	92	330
1989 Jan.	201	10	3	65	-	1	-	67	348	7	91	440
Fev.	635	9	18	73	-	1	-	74	812	7	97	910
Mar.	203	39	2	797	-	1	-	80	1.124	7	106	1.230
Abr.	212	36	2	797	-	1	-	80	1.130	7	88	1.218
Mai.	201	20	2	797	-	-	-	89	1.110	7	87	1.197
Jun.	258	28	1	849	-	-	-	95	1.233	7	112	1.345
Jul.	376	15	1	852	-	-	-	141	1.387	6	96	1.483
Ago.	445	110	1	969	-	-	-	175	1.702	6	85	1.787
Set.	592	22	1	2.104	-	40	-	222	2.983	177	312	3.295
Out.	812	107	2	2.321	-	20	-	294	3.558	177	276	3.834
Nov.	1.134	106	1	4.246	-	-	-	397	5.887	177	300	6.187
Dez.	1.703	107	-	1.304	-	8.457	-	22	11.593	173	320	11.913
1990 Jan.	2.566	107	-	2.200	-	13.050	-	107	18.030	173	373	18.403
Fev.	4.391	107	-	9.077	-	20.372	-	29	33.976	173	1.587	35.563
Mar.	6.656	173	154	20.989	2	35.198	-	34	63.206	173	1.613	64.819
Abr.	10.213	2.126	42.067	21.289	128	50.222	-	4.345	130.390	173	1.613	132.003
Mai.	9.431	2.790	56.759	6.344	1.038	138.083	12	5.811	220.268	173	2.712	222.980
Jun.	9.434	16.647	72.361	6.913	3.618	190.403	5	3.471	302.852	174	2.832	305.684
Jul.	10.461	2.621	43.579	7.931	1	206.436	580	3.598	275.207	174	2.820	278.027
Ago.	11.096	5.672	83.123	8.893	2	192.021	1.420	3.103	305.330	173	4.449	309.779
Set.	12.768	6.113	33.102	10.281	3.859	183.805	7.150	341	257.419	173	5.242	262.661
Out.	15.576	1.704	1.529	12.087	3	230.775	9.750	31	271.455	173	5.615	277.070
Nov.	20.128	10.740	44.591	14.512	4	158.775	11.400	32	260.182	6.683	12.131	272.313
Dez.	78.567	77.465	53.217	17.729	7	206.775	-	32	433.792	6.732	12.303	446.095
1991 Jan.	13.113	91.403	1.359	21.871	9	321.812	12.000	35	461.600	7.084	12.655	474.255

Fonte: Boletim Mensal do Banco Central do Brasil - vol. 28, n.7-9, jul/set de 1992 (Tabela 1.3.1, col. 1-3, 6, 8, 10, 11, 13, 14, 25, 29).

de empréstimos de liquidez da Tabela 9 mostrando apenas movimentações efetivas de reservas entre o BCB e os bancos. Desta forma, os custos e penalidades a que faz referência a nota do BCB nesta última seriam contabilizados apenas quando efetivamente pagos. Mas a relação entre o tamanho do fluxo e do estoque na Tabela 14 é de magnitude elevada e irregular o bastante para afastar esta hipótese.

Por outro lado, a Tabela 14 traz a posição de fim de mês e a discriminação dos dados para Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal e principais grupos de instituições, tratamento não-disponível para os empréstimos de liquidez.

A relação entre fluxo e estoque preexistente é muito alta para os primeiros meses do ano de 1990. De fevereiro a abril, o fluxo mensal praticamente equivale ao estoque anterior. Em maio a relação cai para pouco menos de 70% e em junho fica abaixo de 50%, permanecendo em níveis em torno de 10% até dezembro, quando volta a superar 50%. Há alguma semelhança com a seqüência de movimentos contracionistas nos empréstimos de liquidez de julho a novembro (Tabela 9).

Abril registra expansão dos créditos do BCB de Cr\$ 67,2 bilhões e dos empréstimos de liquidez de apenas Cr\$ 19,6 bilhões. Em maio a relação se inverte, com Cr\$ 91 bilhões e Cr\$ 100,3 bilhões. Em junho, os créditos do BCB somam Cr\$ 82,7 bilhões, superando os Cr\$ 65,6 bilhões dos empréstimos de liquidez. No total destes três meses, portanto, a Tabela 14 registra Cr\$ 240,9 bilhões, muito acima dos Cr\$ 185,5 bilhões dos empréstimos de liquidez da Tabela 9.

Em abril os bancos comerciais particulares respondem por 62,4% do total (Cr\$ 41,9 bilhões sobre Cr\$ 67,2 bilhões). Esta pressão pode ter resultado de saques de papel-moeda pelo público ou de recolhimento de cruzeiros ao BCB por conta de cruzados não-recolhidos. Em maio, estes bancos absorvem apenas 16% do total, com a Caixa Econômica Federal demandando Cr\$ 87,9 bilhões, 97% do total, algo provavelmente ligado a outras mudanças bruscas nos números da CEF (Tabela 4 e seção 2.1.2). Neste mesmo mês os bancos estaduais de desenvolvimento devolvem ao BCB Cr\$ 14,9 bilhões, um dos poucos casos de valores negativos no período. Em junho, a CEF de novo respondeu pela maior parte dos créditos, 63% (Cr\$ 52,3 bilhões em Cr\$ 82,7 bilhões no mês).

Capítulo 3

DE VOLTA A INFLAÇÃO ELEVADA

O rápido retorno da inflação confirmou a ineficácia do bloqueio da liquidez como instrumento de estabilização monetária. Menos de dois meses depois do choque, os índices de preços de maio registravam taxas próximas de 10%. As medidas "ortodoxas" da segunda fase não evitaram a consolidação desse patamar e sua elevação progressiva, só interrompida pelo Plano Collor II, o novo programa de estabilização anunciado no final de janeiro de 1991.

A primeira seção deste terceiro capítulo reconstitui o processo de retorno da inflação após o bloqueio, com destaque para os efeitos do rápido crescimento da demanda. As três seções seguintes discutem os efeitos do bloqueio da liquidez em áreas críticas para os planos de estabilização brasileiros: a liquidez do setor privado, a fragilidade fiscal e as restrições externas. O objetivo é avaliar em que medida o bloqueio conseguiu afastar ou reduzir as restrições impostas por estes problemas, de forma a ampliar a análise sobre o fracasso das medidas da segunda fase e do programa de estabilização em geral.

A conclusão é de que o bloqueio da liquidez não tinha condições de reverter o quadro adverso por si mesmo, por seus próprios efeitos. Onde o bloqueio tinha efetivamente condições de aliviar as restrições enfrentadas, como na área fiscal, os resultados obtidos não foram suficientes para viabilizar a estabilização, embora representassem uma importante contribuição para tanto.

Se o programa de estabilização baseado no bloqueio da liquidez foi derrotado por fatores que estavam fora de seu alcance, torna-se ainda mais questionável a decisão de adotar medidas tão drásticas e de tanto risco como a retenção de haveres financeiros. O bloqueio teria chances de êxito bem melhores se encontrasse um quadro externo mais favorável (Belluzzo e Almeida, 1990, p.75), mas nesse caso diminuiriam na mesma proporção as justificativas para adotá-lo, pois seriam também maiores as possibilidades de sucesso de programas menos dramáticos.

3.1 O RETORNO DA INFLAÇÃO

Depois da queda brusca logo após o bloqueio, a inflação voltou a subir no começo de abril. Os principais índices de preços registraram taxas mensais entre 7% e 10% em maio, passaram ao patamar de 11% a 13% ao mês em julho-agosto e marchavam para 20% ao mês na virada do ano (Tabela 15). A tendência de alta só foi interrompida com o chamado Plano Collor II, o novo programa de estabilização anunciado no fim de janeiro de 1991.

A volta da inflação após o bloqueio da liquidez pode ser dividida em quatro fases. Na primeira, do momento inicial até meados de abril, prevaleceu a estabilidade da maioria dos preços, sob o impacto do corte abrupto da liquidez, da forte retração do nível de atividade e do pessimismo quanto à reativação da demanda. O congelamento de preços teve pouca relevância neste desempenho inicial, da mesma forma que sua suspensão a partir de junho.¹ No conceito ponta-a-ponta, que exclui resíduos da fase anterior, o IPC da FIPE acusou deflação de 0,26% na primeira quinzena após o bloqueio, destacando-se a queda de 5,97% nos preços de vestuário (IEI, 1990b, p. 8), segmento bastante sensível à demanda. Para as primeiras quatro semanas após o bloqueio, contudo, esse mesmo índice ponta-a-ponta da FIPE já acumulava uma pequena alta, 0,72%, indicando movimento uma incipiente reversão de tendência na primeira metade de abril. Os indicadores de liquidez e as cotações de ativos de risco (Capítulo 2) sugerem a ocorrência de movimento semelhante neste mesmo período.

Na segunda etapa, de meados de abril ao final de maio, os índices de preços (sem efeitos estatísticos da inflação anterior ao bloqueio) atingiram a faixa de 7% a 10%, com impacto bastante negativo sobre as expectativas quanto ao controle da inflação e ao sucesso do programa.²

¹ "Pela reforma econômica (...) ficaram vedados (...) quaisquer reajustes de preços de mercadorias e serviços em geral sem a prévia autorização em portaria do Ministério da Economia, Fazenda e Planejamento. Posteriormente, através da Portaria 307, de 1.6.90, os preços foram liberados, à exceção dos bens e serviços considerados básicos ao consumo da população, dos produtos farmacêuticos de uso humano, das tarifas dos serviços públicos e preços públicos, dos automóveis, ônibus, caminhões e pneus, implementos agrícolas, geladeiras, fogões e televisores, cigarros, vidros planos e cimento, para os quais estabelecer-se-ia, em ato publicado no Diário Oficial da União, no primeiro dia útil de cada mês, o percentual de reajuste máximo mensal. Em 2.7.90, pela Portaria 378, foram também liberados os preços dos automóveis, ônibus, caminhões e pneus, geladeiras, fogões e televisores, vidros planos e cimento. Os demais produtos e serviços foram liberados por outros instrumentos legais posteriores" (BCB, Relatório Anual 1990, p. 32).

² "...o forte aumento da liquidez nesta fase abriu espaço para uma acentuada mudança de preços relativos, com alta tão aguda em alguns bens e serviços, que resultou numa taxa média de inflação próxima a 10%. Este surpreendente salto do

Percentuais tão altos expressavam a combinação de problemas de oferta, localizados em poucos itens, com reajustes nos setores sensíveis à demanda, em busca de recuperação dos "atrasos" do período anterior ao Plano Collor. Basta ver que aluguéis, vestuário e serviços diversos responderam por cerca de 2/3 da alta dos preços ao consumidor nesse período. Afora o caso dos aluguéis, em que se manteve o reajuste pela inflação passada, a expressiva alta dos preços ao consumidor esteve concentrada em setores competitivos, tomadores de preços, confirmando os efeitos da recuperação da demanda e da oferta de crédito.

No atacado, a concentração dos reajustes neste período foi ainda maior. A elevação de 9,9% no IPA-DI da FGV deveu-se quase totalmente à alta dos preços agrícolas, nada menos que 49,1% no IPA-06.³ Os preços dos produtos industrializados no atacado subiram apenas 1,5% em maio (Tabela 15) e até o início do segundo semestre continuariam crescendo abaixo do câmbio e dos salários.⁴

A explosão dos preços agrícolas teve origem na combinação entre a defasagem acumulada na fase anterior e a quebra de importantes safras de grãos. A expectativa de alta de preços nesses casos costuma levar à redução antecipada da oferta, reforçando as pressões sobre os preços à vista. O quadro de restrições logo após o bloqueio inibiu a eclosão desse movimento até o começo de abril, quando entrou em cena a ampliação da liquidez e do crédito ao setor agrícola.⁵ A forte elevação dos preços no atacado impactou os preços ao consumidor em seguida, contribuindo para a generalização dos reajustes em torno de 10% ao mês em meados do ano.

nível médio de preços contribuiu para despertar uma memória inflacionária que havia sido temporariamente adormecida. E mais, diante da retomada da consciência inflacionária, os agentes econômicos passaram a tentar reconstruir os comportamentos e instituições anteriormente desenvolvidos com a finalidade de conviver com o processo inflacionário e dele se defender" (IEI, 1990b, p. 14).

³ A média ponderada dos preços de nove produtos primários (feijão, arroz, óleo de soja, milho, batata, ovos, frango, suíno e boi gordo), com índice 100 em 23/3/1990, cai para 93,81 em 6/4 e se recupera para 104,23 em 20/4 e 114,16 em 4/5 (IEI, 1990b, p. 13).

⁴ Para Amadeo e Franco (1991, p. 594), esse movimento teria sido aceito pelas indústrias por terem acumulado ganhos no período anterior ao choque, quando aplicaram uma firme estratégia defensiva e reajustaram preços acima dos custos, especialmente nos primeiros dois meses de 1990.

⁵ "O rápido retorno da liquidez (...) combinado com o aumento da participação do M₁ no total dos ativos líquidos (...) teve certamente enorme influência na disponibilidade de crédito para a agricultura, em virtude da vinculação compulsória de um percentual (25% a partir de fins de abril) dos depósitos à vista para o crédito agrícola" (IEI, 1990b, p. 11-12).

Tabela 15 Índices de Preços - Variação (%) - 1989-1990

MES	IGP-DI¹	IPA-DI²	BENS DE CONSUMO (DI)³			BENS DE PRODUÇÃO (DI)³	PRODUTOS AGRÍCOLAS (OG)³	PRODUTOS INDUSTRIAIS (OG)³	PREÇOS AO CONSUMIDOR		
			CONSTRUÇÃO (FGV)	DURÁVEIS	NÃO-DURÁVEIS				FIPE⁴	DIEESE⁵	IPC (BRASIL)⁶
1989											
Jan	36,56	36,12	31,99	30,75	41,04	34,48	41,30	35,25	31,11	34,09	70,28
Fev	11,80	10,74	13,92	6,49	14,45	9,43	15,86	9,52	14,01	17,80	3,60
Mar	4,23	3,11	5,51	0,58	5,81	2,01	9,68	0,69	6,46	10,79	6,09
Abr	5,17	4,89	6,12	2,91	5,37	4,86	15,03	1,06	10,00	9,74	7,31
Mai	12,76	11,22	18,97	6,05	15,10	9,72	17,67	8,46	16,61	15,98	9,94
Jun	26,76	25,42	29,86	18,28	24,62	26,66	24,20	25,78	25,29	26,53	24,83
Jul	37,88	39,44	41,43	37,70	36,15	41,44	16,80	47,92	28,06	29,03	28,76
Ago	36,48	36,73	43,05	51,16	32,34	37,63	17,32	42,76	30,95	36,25	29,34
Set	38,92	41,41	39,56	58,15	36,97	41,83	27,53	44,94	35,83	36,93	35,95
Out	39,70	40,34	39,22	50,12	38,24	40,18	29,56	43,25	37,29	39,36	37,62
Nov	44,27	44,32	41,39	41,09	45,70	44,11	35,15	46,00	42,96	47,00	41,42
Dez	49,39	48,89	46,84	48,22	48,13	49,32	48,05	50,03	51,82	47,34	53,55
1990											
Jan	71,90	72,63	64,68	76,55	71,06	72,89	58,53	75,17	74,53	74,25	56,11
Fev	71,68	73,99	70,25	74,30	78,74	71,65	83,06	72,41	70,16	77,23	72,78
Mar	81,32	82,04	78,41	78,42	79,10	84,01	87,29	81,40	79,11	79,69	84,32
Abr	11,33	9,98	1,67	6,96	12,02	9,36	17,46	8,19	20,19	22,29	44,80
Mai	9,07	9,93	0,99	-1,75	11,50	10,62	49,11	1,54	8,53	11,23	7,87
Jun	9,02	7,32	7,42	8,92	9,27	6,15	13,74	4,99	11,70	10,56	9,55
Jul	12,98	11,57	16,67	11,62	11,28	11,72	18,83	8,20	11,31	13,63	12,92
Ago	12,93	12,95	13,11	14,51	14,16	12,13	13,30	11,65	11,83	13,83	12,03
Set	11,72	11,06	10,87	12,81	11,61	10,56	8,04	12,26	13,13	13,74	12,76
Out	14,16	14,59	11,48	11,34	16,38	14,02	15,42	13,87	15,83	16,90	14,20
Nov	17,45	18,43	13,05	17,96	21,32	16,90	13,96	19,67	18,56	16,01	15,58
Dez	16,46	15,00	17,51	14,59	12,46	16,48	9,38	17,18	16,03	17,07	18,30
1991											
Jan	19,93	20,32	17,03	20,04	23,34	18,69	22,63	19,16	21,02	24,43	19,91

Fonte: Banco Central do Brasil, Boletim Mensal, v.28, n.7-9, jul-set 1992, p. 170-173. Elaboração do autor.

¹ Índice Geral de Preços, Disponibilidade Interna, Fundação Getúlio Vargas (FGV)

² Índice de Preços por Atacado, FGV

³ FGV

⁴ Preços ao Consumidor em São Paulo, Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas, USP

⁵ Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Sócio-Econômicos

Tabela 15.1 Índices de Preços - 1989-1990

MES	IGP-DI ¹	IPA-DI ²	BENS DE CONSUMO (DI) ³			BENS DE PRODUÇÃO (DI) ³	PRODUTOS AGRÍCOLAS (OG) ³	PRODUTOS INDUSTRIAIS (OG) ³	PREÇOS AO CONSUMIDOR		
			CONSTRUÇÃO (FGV)	DURÁVEIS	NAO-DURÁVEIS				FIPE ⁴	DIEESE ⁵	IPC(BRASIL) ⁶
1988											
Dez	5,31	5,41	4,71	5,35	5,26	5,49	7,31	5,06	6,05	0,88	5,89
1989											
Jan	7,25	7,36	6,22	7,00	7,42	7,38	10,33	6,85	7,93	1,18	10,03
Fev	8,11	8,15	7,08	7,45	8,49	8,08	11,97	7,50	9,04	1,39	10,39
Mar	8,45	8,41	7,47	7,50	8,98	8,24	13,13	7,55	9,62	1,54	11,02
Abr	8,89	8,82	7,93	7,71	9,47	8,64	15,10	7,63	10,59	1,69	11,83
Mai	10,02	9,81	9,44	8,18	10,90	9,48	17,77	8,28	12,30	1,96	13,00
Jun	12,70	12,30	12,25	9,68	13,58	12,01	22,07	10,41	15,47	2,48	16,23
Jul	17,52	17,15	17,33	13,33	18,49	16,98	25,78	15,40	19,81	3,20	20,90
Ago	23,91	23,45	24,79	20,14	24,47	23,37	30,25	21,99	25,94	4,36	27,03
Set	33,21	33,16	34,60	31,85	33,52	33,15	38,57	31,87	35,23	5,97	36,75
Out	46,40	46,54	48,17	47,82	46,33	46,47	49,98	45,65	48,37	8,32	50,58
Nov	66,94	67,16	68,10	67,47	67,51	66,97	67,54	66,66	69,15	12,23	71,53
Dez	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	104,98	18,02	109,84
1990											
Jan	171,90	172,63	164,68	176,55	171,06	172,89	158,53	175,17	183,21	31,40	171,47
Fev	295,11	300,36	280,37	307,73	305,75	296,76	290,20	302,01	311,76	55,65	296,26
Mar	535,09	546,78	500,20	549,04	547,61	546,08	543,52	547,86	558,39	100,00	546,07
Abr	595,73	601,33	508,53	587,23	613,41	597,21	638,43	592,72	671,13	122,29	790,70
Mai	649,79	661,05	513,57	576,96	683,96	660,61	951,90	601,82	728,38	136,02	852,93
Jun	708,38	709,46	551,69	628,45	747,38	701,24	1.082,80	631,83	813,60	150,39	934,38
Jul	800,31	791,57	643,67	701,49	831,71	783,44	1.286,68	683,65	905,61	170,89	1.055,11
Ago	903,79	894,04	728,07	803,28	949,44	878,49	1.457,75	763,29	1.012,75	194,52	1.182,04
Set	1.009,67	992,90	807,23	906,19	1.059,65	971,26	1.574,90	856,84	1.145,72	221,25	1.332,87
Out	1.152,63	1.137,75	899,87	1.008,98	1.233,24	1.107,39	1.817,77	975,65	1.327,09	258,65	1.522,14
Nov	1.353,79	1.347,45	1.017,29	1.190,23	1.496,22	1.294,55	2.071,61	1.167,52	1.573,40	300,06	1.759,28
Dez	1.576,56	1.549,52	1.195,37	1.363,89	1.682,68	1.507,95	2.265,94	1.368,12	1.825,62	351,28	2.081,23
1991											
Jan	1.890,83	1.864,37	1.398,97	1.637,21	2.075,45	1.789,85	2.778,72	1.630,19	2.209,36	437,11	2.495,61

Fonte: Banco Central do Brasil, Boletim Mensal, v.28, n.7-9, jul-set 1992, p. 170-173.

¹ Índice Geral de Preços, Disponibilidade Interna, Fundação Getúlio Vargas (FGV)² Índice de Preços por Atacado, FGV³ FGV⁴ Preços ao Consumidor em São Paulo, Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas, USP⁵ Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Sócio-Econômicos

A terceira fase da volta da inflação após o bloqueio começou no fim de maio, com sinais de generalização dos aumentos de preços, queda progressiva da dispersão entre as taxas de reajuste e convergência dos principais índices para o nível de 10% ao mês em junho.⁶ Para o Grupo de Conjuntura do IEI, no fim deste mês acumulavam-se nítidos sinais de que se encerrara o processo de reajuste de preços relativos e de que se restabelecia um típico regime de alta inflação (IEI, 1990b, p. 14). Para Amadeo e Franco (1991, p. 595), este processo terminou em agosto, quando os macropreços mais relevantes recuperaram a posição de meados de 1989. Em agosto, pela primeira vez após o bloqueio o IPA-industrial ultrapassou o câmbio, praticamente igualou a variação dos preços ao consumidor e chegou perto da correção dos salários.

O início da etapa final da volta da inflação pode ser localizado em agosto-setembro. Desde julho a alta dos preços dava sinais de estar se generalizando, com ritmo cada vez mais homogêneo e aceleração moderada. Esse movimento se consolidou com os impactos dos sucessivos choques de custos, em especial a correção dos preços de derivados do petróleo em agosto e a contínua desvalorização do câmbio a partir de meados de setembro. A forte tendência recessiva do último trimestre não impediu que a inflação continuasse subindo até 15% a 20% ao mês.

Duas questões básicas emergem dessa trajetória da inflação após o Plano Collor. A primeira é o patamar inicial ter sido tão elevado, com taxas mensais próximas a 10% apenas dois meses depois de medidas muito duras, adotadas justamente para derrubar de imediato a inflação. A segunda é a resistência desse patamar elevado no período seguinte, de maio a setembro, quando estaria supostamente recuperada a capacidade de utilização eficiente dos instrumentos de política econômica.⁷

⁶ Segundo todas as referências sobre a inflação depois do Plano Collor, o "descongelamento" dos preços a partir de junho teve pouca ou nenhuma influência neste processo, ao contrário dos fortes reajustes de preços públicos a partir de agosto, como se discute em seguida.

⁷ "Desde junho de 1990, a política de estabilização vinha se baseando essencialmente na política monetária, que (...) procurava não sancionar (...) os aumentos de preços que vinham sendo praticados. Pressupunha, portanto, que a política monetária tivesse sido de fato recuperada como instrumento de política econômica, a partir do conjunto de medidas tomadas desde a edição do Plano Collor (bloqueio de uma parcela expressiva da 'moeda remunerada'; fim, desde junho, da zeragem automática das posições em títulos públicos das instituições financeiras; manutenção do equilíbrio de caixa do Tesouro etc). Nesta hipótese, a despeito da ampla liberação de preços (...) e das expectativas inflacionárias ainda fortes, o efetivo controle da liquidez (agora supostamente possível) acabaria sendo capaz, em algum momento, de reverter a trajetória ascendente da inflação" (IEI, 1991, p.9).

Tabela 16 Taxas (%) de inflação mensais, IGP-DI (FGV) e INPC (IBGE), antes e depois de programas de choque (Cruzado, Bresser, Verão, Collor)

Plano Cruzado (nov/85-jun/86)		Plano Bresser (mar/87-out/87)		Plano Verão (out/88-mai/89)		Plano Collor (nov/89-jun/90)	
IGP	INPC	IGP	INPC	IGP	INPC	IGP	INPC
14,95	14,18	15,00	14,40	27,58	26,69	44,27	48,47
13,20	15,75	20,08	20,96	27,97	28,15	51,50	51,28
17,79	15,01	27,58	23,14	28,89	28,43	71,90	68,19
14,98 ¹	12,47	25,87	21,30	36,56	35,48	71,68	73,99
-0,86	3,17	9,33	9,93	11,80	16,35	81,32	82,18
-0,58	0,43	4,50	5,09	4,23	5,90	11,33	14,67
0,32	1,08	8,02	7,15	5,17	8,06	9,07	7,31
0,52	0,97	11,15	10,88	12,76	16,67	9,02	11,64

¹ Calculou-se separadamente um vetor de 6,44% para março de 1986

As taxas de inflação nos primeiros meses depois do Plano Collor, apesar do bloqueio da liquidez, foram bem maiores que as ocorridas no Plano Cruzado e no Plano Bresser e um pouco superiores às do Plano Verão (Tabela 16).⁸ A explicação mais imediata para este comportamento procura relacioná-lo com o forte desalinhamento de preços relativos herdado do período anterior, marcado pela expressiva alta da inflação a partir de meados de 1989.

Além de ter atingido níveis inéditos no país, a forte aceleração do ritmo inflacionário em 1989 reduziu a eficiência dos mecanismos de indexação, devido à crescente defasagem entre a inflação corrente e os indexadores, em geral baseados em índices da inflação passada.⁹ As perdas afetaram até mesmo os preços corrigidos por estimativas mais próximas da inflação corrente ou os que recebiam compensações prévias pela defasagem esperada, como as aplicações financeiras ligadas ao *overnight*¹⁰. Perdas mais acentuadas ocorreram em tarifas públicas e

⁸ Teste estatístico realizado por Montoro Filho (1992) com as taxas de inflação mensais (IPC-FIPE) de março 1986 a abril de 1992, destacando todo o período subsequente a cada programa de choque, encontrou o mesmo crescimento tendencial de 1,51 ponto percentual ao mês para os períodos subsequentes aos planos Cruzado, Bresser, Collor e Collor II, e de 5,80 pontos percentuais para o Plano Verão.

⁹ "A confiança no sistema de indexação, que já era muito baixa, despencou com o Plano Verão, porque a indexação convencional é baseada na inflação passada, e a inflação passada já não era um bom substituto para a inflação corrente" (Bresser Pereira e Nakano, 1991b, p. 92).

¹⁰ "No segundo semestre de 1989, o BCB elevou bastante os juros do *overnight* para tentar inibir os movimentos especulativos cada vez mais pronunciados. Com isto, as taxas do *overnight* acumuladas no semestre, se deflacionadas IPC

salários, além do poderoso efeito sobre a renda real dos segmentos menos capazes de se protegerem da corrosão da moeda, caso da maioria dos trabalhadores, mesmo aqueles que dispunham de correção mensal dos salários (IEI, 1990a, p. 43-48).

Amadeo e Franco (1991) explicam as vigorosas pressões sobre os índices de preços nos primeiros meses do Plano Collor como um caso de "ressaca inflacionária", decorrente do vigoroso conflito distributivo presente na interrupção abrupta de grandes inflações que não chegaram à dolarização avançada. Bresser Pereira e Nakano (1991a) propõem o conceito de "resíduo inflacionário", definido como a taxa de aumento de preços que o programa de desinflação abrupta não consegue eliminar. O resíduo seria gerado pela assincronia dos reajustes de preços, em geral muito forte nos momentos de inflação elevada e em aceleração e agravada eventualmente por fatores conjunturais, como choques de custos ou de demanda, ajuste ou "atraso" de preços administrados.

Desinflações bruscas em geral herdam do passado um significativo potencial inflacionário. Essa herança não é resultado de preparação ou execução inadequada das medidas de estabilização adotadas, mas sim do fato mesmo de serem programas de choque, interrupções repentinas de processos de alta inflação que carregam consigo fortes assimetrias e defasagens temporais no reajuste de diferentes preços. Tentativas de corrigir estas distorções no momento do anúncio do programa, ou pouco antes, tendem a gerar novos desalinhamentos e novas tensões.¹¹

A transformação desse potencial inflacionário em elevação geral dos preços não é automática, porém. Depende da situação criada com as medidas de choque, em termos de demanda, concorrência externa, regras de congelamento, novas tensões e desajustes. A aceleração da inflação e o ambiente especulativo dos meses anteriores tornavam previsível a ocorrência de poderosas tensões dessa natureza no Plano Collor e eram fortes argumentos em favor de medidas duras para a estabilização. As

do mês em curso, o qual refletia de fato a inflação do mês anterior, teriam rendido em termos reais 77% ao ano brutos, ou 43,4% líquidos (descontado o IR na fonte); com o cálculo pelo IPC do mês seguinte, uma medida mais adequada para a inflação corrente, este rendimento real seria de 20,4% ao ano brutos e de -2,5% ao ano líquidos' (Carvalho, 1992, p.48).

¹¹ O Plano Real pôde evitar esses problemas por não ter sido de fato um programa de choque. Houve uma longa fase de conversão voluntária e negociada dos preços a um indexador diário, a URV, durante o primeiro semestre de 1994, depois de terem sido anunciadas as regras básicas do programa de estabilização em andamento. Essa estratégia foi muito facilitada pela posição cambial bastante favorável, ao contrário do ocorrido com seus predecessores (ver a respeito Bacha, 1995).

evidências de que as pressões inflacionárias logo após o Plano Collor foram herdadas da fase anterior apenas confirmam, portanto, o que seria de se esperar naquelas circunstâncias.

A questão que importa discutir é outra: por que as pressões se converteram tanta rapidez em inflação de 10% mensais, depois de medidas tão drásticas? Os dados disponíveis confirmam que a inflação era quase nula logo após o bloqueio e o resíduo só pôde se manifestar quando a demanda voltou a um nível capaz de permiti-lo. Ou seja, e de acordo com o Capítulo 2, a forte iliquidez dos primeiros dias (ou das primeiras duas semanas) pôde manter a inflação muito baixa, apesar das tensões herdadas do passado. Assim que a liquidez voltou a crescer com rapidez, as tensões se transformaram em rápido processo de recuperação de preços relativos, puxado pelos setores mais capazes de aproveitar estímulos de demanda para fazê-lo.¹²

A inflação muito elevada nos primeiros meses não significava uma derrota definitiva do programa de estabilização, mas criava um quadro bastante difícil, com efeitos negativos sobre as expectativas e novos desequilíbrios e tensões.¹³ Embora houvesse alguma folga no setor industrial para acomodar pressões de custos, como discutido, nas tarifas públicas a flexibilidade era reduzida e no câmbio era ainda menor. Impunha-se a necessidade de derrubar com rapidez uma inflação muito maior do que a prevista.

O Plano Collor ingressou assim em sua segunda fase, voltada para derrubar a inflação de 10% ao mês. A estratégia da nova etapa estava assentada na pressuposição de que o bloqueio devolvera às autoridades econômicas a possibilidade de utilizar agressivamente os instrumentos tradicionais de política econômica. Contudo, colocada a partir de maio

¹² Argumentou-se que esse movimento foi adicionalmente estimulado pela acentuada retração da oferta em diversos segmentos do setor produtivo, sob o impacto do bloqueio dos haveres financeiros e das expectativas de forte tendência recessiva a curto e médio prazo, o que teria exacerbado os efeitos do crescimento da demanda. A descrição da segunda fase da volta da inflação não oferece elementos para comprovar essa tese. Dentre os itens que mais pressionaram a inflação naquele momento, no vestuário e nos serviços não seria difícil recompor a oferta diante de estímulos de demanda e os problemas de quebra de oferta dos produtos agrícolas decorreram de problemas anteriores ao Plano Collor.

¹³ Para Bresser Pereira e Nakano (1991a, p. 150), está condenado ao fracasso o programa de desinflação abrupta cujo resíduo inflacionário ultrapasse algo como 2% ao mês. Taxas superiores indicariam grande esforço dos agentes econômicos para recompor suas posições anteriores, desencadeando-se então novo processo de desajustes de preços relativos e a volta da aceleração inflacionária.

como principal arma para o controle da inflação, a política monetária "ortodoxa" não teve a eficácia esperada.

As expectativas generalizadas de que o governo não tinha como bancar os desalinhamentos por muito tempo foram sendo reforçadas pelas elevadas taxas de inflação em junho e julho. As desvalorizações cambiais sucessivas, induzidas pelo BCB desde as primeiras semanas do Plano Collor, sugeriam que o câmbio continuaria sendo corrigido nos meses seguintes, ainda que sem regras definidas. Por volta de meados do ano o tarifaço de março já fora anulado pela inflação pós-plano e a defasagem crescia com inflação de 10% ao mês, alimentando especulações sobre a inevitabilidade de ocorrer nova e vigorosa elevação dos preços públicos em prazo não muito longo.

Em agosto os derivados de petróleo subiram entre 27% e 29%; a energia elétrica, 8,9% (mais 18% em outubro); os aços planos, 11,0% em agosto (mais 17,2% em setembro e 9,7% em outubro).¹⁴ O descongelamento dos preços públicos em agosto coincidiu com as medidas restritivas na área monetária e com rumores crescentes de forte arrocho em setembro. Embora a opção por uma âncora cambial aparecesse como muito difícil, com o baixo nível de reservas e a ausência de fluxos voluntários de financiamento externo, o governo ainda conseguiu gerar expectativas de sustentação do câmbio nominal nas últimas semanas de agosto. Contudo, somada à correção dos preços públicos, a desvalorização acelerada do câmbio a partir de meados de setembro consolidou a expectativa de elevação continuada dos custos e de acomodação da política econômica à inflação elevada.

Os problemas dos quatro meses de "ortodoxia" confirmaram que o bloqueio não fora capaz de eliminar ou reduzir de forma substancial as restrições que limitavam a utilização de instrumentos tradicionais de política econômica no Brasil. Pode-se mesmo admitir que a tentativa de aplicação de uma política monetária "ortodoxa" de maio a agosto teve um saldo negativo, criando fortes tensões e desequilíbrios¹⁵ sem conseguir controlar a inflação.

¹⁴ Em novembro veio outro tarifaço: energia elétrica, 23,9%; derivados de petróleo, de 27% a 28%; aços planos, 13,4%; trens urbanos, 36,4%; transportes interurbanos, 27%; açúcar, 26,8%; cigarros, 17,5%; pão francês, 20,0% (BCB, *Brasil Programa Econômico*, dez 90, p.13).

¹⁵ "As evidências (...) parecem indicar que a política monetária, elevada à categoria de *pièce de résistance* (...), acabou produzindo enorme instabilidade nas suas próprias variáveis-instrumentos (agregados monetários ou taxa de juros).

3.2 IMPACTOS NO SETOR PRODUTIVO

Não há informações suficientes para se desenhar um quadro preciso dos impactos do Plano Collor sobre o setor produtivo. Um dos objetivos básicos do bloqueio da liquidez era modificar profundamente a posição financeira dos agentes econômicos privados, em especial os de grande porte, reduzindo sua capacidade de especular contra a estabilização e derrotá-la (Capítulo 1). Pelo seu caráter genérico e abrangente, os indicadores macroeconômicos (preços, nível de atividade) pouco podem informar sobre a viabilização ou não deste objetivo.

Os efeitos do bloqueio sobre as empresas também não aparecem com suficiente clareza em suas demonstrações contábeis. A base em que são apresentadas, semestral ou anual, mistura o período pós-plano, que se quer analisar de forma mais detalhada, com os primeiros meses de 1990, de inflação excepcionalmente elevada, e com o último trimestre do ano, quando a alta inflação já estava de volta e as empresas tratavam de se readaptar a ela. Há também as dificuldades para o cálculo de valores reais com inflação alta e instável, dificuldades que a correção monetária dos balanços não conseguia superar de forma satisfatória.

Novas distorções foram introduzidas pelo congelamento do valor do BTN (Bônus do Tesouro Nacional), indexador oficial dos balanços, entre 15 de março e meados de maio. A subestimação da inflação de março e a variação zero em abril aumentaram a defasagem entre a correção dos BTN e a inflação corrente. No final do ano, os BTN acumulavam 845%, contra uma inflação de 1.795% medida pelo IGP-DI, por exemplo. Essa defasagem introduzia graves distorções nos balanços, penalizando as empresas capitalizadas (com benefício fiscal para o Tesouro, pelo aumento do IR por elas devido). No ano seguinte, a Lei 8.200 autorizou as empresas a recalcular os balanços de 1990 pelo IPC do IBGE, mas sem obrigação de publicar as demonstrações recalculadas, criando nova dificuldade para a análise dos balanços de 1990. Além disso, a Lei 8.200 determinou a reavaliação do ativo imobilizado, prejudicando a comparação dos dados

Os efeitos desta instabilidade refletiram-se em outras variáveis macroeconômicas, sobretudo na taxa de câmbio e no custo de financiamento das dívidas públicas estaduais" (Moura, 1991, p. 4). "Em retrospectiva, constata-se que a gestão da política monetária acabou gerando muito mais instabilidade do que era necessário. Em março de 1990 dizia-se que o Banco Central, depois de muitos anos, havia finalmente adquirido uma posição confortável para a gestão da política monetária. (...) Esta oportunidade foi perdida. O que se observou foi uma trajetória extremamente instável de expansão monetária, o que gerou efeitos altamente deletérios para a formação de expectativas inflacionárias" (Werneck, 1990, p. 182).

de 1990 com os de anos anteriores.¹⁶ Assim, o que os balanços permitem, pela comparação de 1990 com os anos anteriores e os anos seguintes, não é muito mais que uma visão das possíveis mudanças de estratégias e atitudes das empresas numa perspectiva de médio prazo.¹⁷

Uma referência interessante neste sentido é a pesquisa de Andrei, Sampaio e Novais (1994) sobre grandes empresas de diferentes setores produtivos, visando identificar suas reações e adaptações às mudanças no ambiente macroeconômico.¹⁸ Assume-se ali que o bloqueio dos haveres financeiros pretendia reduzir a capacidade das grandes empresas de reagir a políticas de estabilização: "O maior comprometimento do fluxo de caixa com os compromissos financeiros poderia, em tese, induzir as empresas a adotar um comportamento não-especulativo de favorecer a geração de receita, mesmo que a uma margem de lucro menor" (p. 21). A conclusão dos autores é que "este movimento, se ocorreu, restringiu-se ao segundo trimestre de 1990" (p. 21). As empresas tiveram condições inclusive de recuperar margens de lucros a partir de meados do ano, quando as condições macroeconômicas se tornaram menos desfavoráveis.

Em resposta à forte diminuição das disponibilidades financeiras de curto prazo provocada pelo bloqueio, as grandes empresas procuraram expandir seu endividamento bancário de curto prazo. Com tais recursos, ampliaram por sua vez o financiamento a clientes e fornecedores, o que sustentava a demanda na sua cadeia produtiva e reduzia os efeitos contracionistas do bloqueio. Essa reação foi muito facilitada porque o ajustamento dos anos anteriores deixara as grandes empresas com boa situação patrimonial, liquidez folgada e baixo endividamento. Podiam agora aumentar muito suas dívidas junto aos bancos sem comprometimento do equilíbrio financeiro (idem, p.20-22) e os bancos tinham o maior interesse em prover crédito para grandes empresas em boa situação.

¹⁶ Sobre as dificuldades para a análise dos balanços de 1990, ver Andrei, Sampaio e Novais, 1994, p. 107-113. Sobre os problemas colocados para a contabilidade das empresas, ver Szuster (1990).

¹⁷ O comportamento do setor bancário foi discutido no Capítulo 2. Os resultados de final de ano apresentados por diferentes fontes (ver, por exemplo, *Visão*, 1991, p. 234-250) mostram queda de rentabilidade significativa em relação a 1989, mas pouco abaixo do triênio 1983-85 e bem acima de 1986-87. Os resultados de 1990 incluem obviamente os expressivos ganhos da inflação elevada dos primeiros dois meses do ano e também do último trimestre.

¹⁸ A pesquisa designa como "empresas líderes" as grandes empresas dos setores econômicos mais relevantes, distinguindo empresas brasileiras, multinacionais e estatais. A metodologia está explicada no Anexo II do trabalho (Andrei, Sampaio e Novais, 1994, p. 118-121).

A pesquisa delineou, para os anos anteriores ao Plano Collor, um perfil do ajustamento das grandes empresas ao quadro de dificuldades deflagrado pela crise do começo dos oitenta - forte restrição externa, permanente instabilidade macroeconômica e regime de inflação elevada: "Este processo de ajuste privado - amparado de diversas maneiras pelo setor público, ao custo da deterioração de sua própria situação financeira - se estendeu até meados da década e caracterizou-se basicamente por rápidas mutações da estrutura patrimonial das empresas (...). O principal movimento identificado foi um esforço intenso de redução do nível de endividamento, que se tornara extremamente oneroso face à forte deterioração da oferta e à elevação do custo do crédito, tanto no plano internacional quanto doméstico, e (...) à aceleração das desvalorizações cambiais. (...) Observou-se uma contração dos investimentos produtivos, acompanhada de ampliação (...) dos ativos financeiros de elevada liquidez e da participação no capital de outras empresas" (Andrei, Sampaio e Novais, 1994, p. 4-5). Esses movimentos foram acompanhados por persistente esforço de ampliação das margens de lucros, através da aceleração dos aumentos de preços e da compressão dos custos. Este esforço permitiria reduzir as necessidades de capital de giro e o grau de endividamento e a passagem das empresas para a condição de aplicadoras líquidas de recursos financeiros.

"A partir de meados da década, completado seu ajuste, a estrutura patrimonial das empresas líderes do setor privado as habilitava a conviver e até prosperar num ambiente de grande instabilidade (...). A ampla disponibilidade de aplicações financeiras líquidas reforçava a agilidade das empresas para realizar operações especulativas e mesmo (em conjunto com outros fatores, como o fechamento comercial) para sustentar *mark-ups* bastante elevados. A resistência das grandes empresas a abandonar esse padrão de gestão - no qual se privilegiava a defesa da riqueza 'velha', em detrimento de esforço de retomada do investimento com inovação, visando a criação de capacidade produtiva 'nova' - parece ter sido um dos fatores para o fracasso dos planos de estabilização dos anos finais da década de oitenta" (idem, p. 5).

O citado ajustamento das grandes empresas no período anterior ao Plano Collor conduziu a uma forte redução das dívidas bancárias, em especial de curto prazo (em média, 5% do passivo total). Na média da

amostra em 1989, as despesas financeiras brutas, DFB, correspondiam a cerca de 8% das despesas operacionais, DO¹⁹, mas eram cobertas inteiramente pelas receitas financeiras brutas, RFB. Essa média oculta diferenças importantes, porém. Do total de empresas da amostra, cerca de 30% apresentavam endividamento bem pequeno e outras 50% combinavam endividamento elevado e volume equivalente de aplicações financeiras. Assim, apenas 20% das empresas estavam de fato muito endividadas, com as DFB atingindo valores próximos a 20% das despesas operacionais, RO (percentual que caía para menos de 1% nas empresas com endividamento muito pequeno). Em 1989, portanto, 50% das grandes empresas tinham DFL em torno de zero, estando razoavelmente imunes a oscilações dos juros, outras 30% obtinham ganhos financeiros líquidos, sendo beneficiadas no caso de elevação dos juros, e apenas 20% estavam endividadas em termos líquidos, sendo afetadas negativamente por uma elevação dos juros.

O grande número de empresas com nível elevado de endividamento e de aplicações financeiras simultaneamente (em tese uma incoerência, já que o custo das dívidas em geral supera o retorno das aplicações) pode ser resultado de imprecisões dos dados quanto a prazo do endividamento (as dívidas poderiam ser longas, com taxas favorecidas). Afora esta hipótese, uma explicação é de que as empresas preferiam manter um colchão de liquidez para facilitar movimentos especulativos e também uma adaptação mais rápida ao cenário econômico e às flutuações dos mercados, algo razoável em momentos de grande instabilidade.

Ao que se sabe, poucas empresas haviam apostado integralmente na possibilidade de uma hiperinflação aberta nos meses finais do governo Sarney, aumentando os estoques e o imobilizado para enfrentá-la. Entre as que seguiram essa linha, houve alguns casos de graves dificuldades logo após o bloqueio. A maior parte parece ter se orientado pela expectativa de um programa não muito diferente dos choques anteriores (congelamento, fixação do câmbio, algumas iniciativas de política de rendas). A desconfiança quanto à possibilidade de haver algum confisco ou bloqueio cresceu nas últimas semanas, mas aí já não havia tempo para decisões ambiciosas, inclusive porque os juros muito altos, quase

¹⁹ Neste estudo de Andrei, Sampaio e Novais (1994), para facilitar a análise, classificam-se as despesas financeiras como gastos não-operacionais (p.21).

3% por dia útil, impunham um custo de oportunidade bastante pesado para manobras de curto prazo.

A mudança mais importante nos ativos das grandes empresas depois do bloqueio foi a queda expressiva dos ativos financeiros de curto prazo, da ordem de 39,5% nas brasileiras e de 68% nas multinacionais. Como se trata de valores de final de ano, não é possível saber de que forma teriam evoluído estes percentuais nos meses imediatamente seguintes ao bloqueio.

A forte redução dos ativos financeiros observada nos resultados de 1990 eliminou o colchão de liquidez para o conjunto das empresas e rompeu o equilíbrio no caso das que mantinham alto endividamento com elevado volume de aplicações. "A relação entre ativos financeiros de curto prazo e dívidas bancárias de curto prazo do conjunto das empresas caiu de 120% no final de 1989 para 40% no final de 1990" (idem, p.13). Os dados de 1990 mostraram também importante aumento dos créditos a clientes no ativo das grandes empresas, em especial as brasileiras, o que reduziu a disponibilidade de capital de giro.

No passivo, a principal mudança foi a expansão do endividamento, 16% em termos reais (saltando de 32% para 35% do passivo total no caso das brasileiras e de 27% para 33% nas multinacionais), sendo que 73% deste crescimento deveu-se a dívidas bancárias, na maioria de curto prazo. O aumento das despesas financeiras somou-se a outras pressões de custos (elevação dos preços de matérias-primas e tarifas públicas), provocando uma forte compressão dos *mark-ups* das empresas industriais logo após o bloqueio e provavelmente até o início do segundo semestre de 1990. A partir daí, porém, teria havido um movimento de recuperação das margens de lucro, através de aumento de preços e redução de custos, facilitada pelo fim do controles de preços e pela relativa recuperação dos volumes de vendas.

Os lucros brutos caíram bastante em relação ao ano anterior, embora o efeito da redução das vendas tenha sido atenuado pela sustentação dos *mark-ups* médios no ano, viabilizada por alguns fatores favoráveis no segundo semestre, como redução de custos salariais e de matérias-primas. O principal fator de compressão dos lucros líquidos, porém, foi o aumento das despesas financeiras líquidas, que saíram de

1,4% da receita operacional em 1989 para 7,4% em 1990, alta equivalente a 20% do lucro bruto das empresas, em média (idem, p.18).

Em que medida este conjunto de mudanças na posição financeira das grandes empresas favoreceu os objetivos perseguidos pelo bloqueio da liquidez? De acordo com os pressupostos dos seus formuladores, a menor disponibilidade de haveres financeiros líquidos deveria modificar o posicionamento das empresas, dificultando movimentos especulativos. Os autores da pesquisa, porém, embora reconhecendo a impossibilidade de chegar a respostas conclusivas com as informações disponíveis, afirmam que "este movimento, se ocorreu, restringiu-se ao segundo trimestre de 1990. (...) é possível, por exemplo, que o aperto de liquidez das empresas tenha sido (...) limitado, dado que estas recuperaram boa parte dos ativos bloqueados já em 1990. É possível que o nível de 8% de despesas financeiras em relação às receitas, atingido em 1990, fosse uma cifra ainda confortável. O endividamento bancário, de 25% do patrimônio líquido, sendo só um terço de curto prazo, talvez deixasse espaço, no final de 1989, para um aumento significativo dessa dívida sem que ela realmente pesasse no fluxo de caixa" (idem, p. 21).

Os dados aqui resumidos estão de acordo com as análises sobre a expansão do crédito e do nível de atividade, expostas no Capítulo 2, e também com a trajetória da inflação após o bloqueio. Apesar de já não disporem de posição financeira líquida tão ampla quanto na fase anterior ao bloqueio, as grandes empresas puderam reagir de forma eficaz, aproveitando-se inclusive do baixo nível de endividamento que haviam procurado manter na fase anterior.

3.3 OS GANHOS FISCAIS

O Plano Collor propiciou ganhos fiscais expressivos. O superávit operacional de 1,33% do PIB em 1990, para o setor público consolidado, no conceito de necessidades de financiamento do setor público - NFSP, reverteu a tendência de déficits elevados dos anos anteriores (na faixa de 5% do PIB em 1987-88 e de quase 7% do PIB em 1989). O fator decisivo foi a expressiva redução dos gastos com juros reais, apenas 0,9% do PIB em 1990 (depois de números entre 4,8% do PIB e 6,6% do PIB entre 1987 e 1989), resultado dos efeitos do bloqueio da liquidez

sobre o custo da dívida pública. O resultado primário também registrou melhoria significativa, embora de menor magnitude (Tabela 17).

O impacto positivo do bloqueio sobre as despesas do setor público com juros reais se manteve nos anos seguintes. O patamar de 3% do PIB observado entre 1991 e 1993 foi bem menor que antes do Plano Collor.²⁰ O resultado primário também permaneceu em níveis melhores que nos anos anteriores. A maior parte dos ganhos de receita de 1990 não se manteve nos anos seguintes, dado o peso de fatores transitórios.²¹ Ainda assim, se comparado ao período anterior, o resultado primário do setor público consolidado de 1991 a 1993 continuou mostrando melhoria significativa em relação aos anos anteriores, devido com a persistente redução das despesas (Tabela 17).

O ajuste fiscal promovido pelo Plano Collor não foi suficiente para viabilizar a estabilização dos preços de imediato, inclusive por ter sido visto desde o começo como transitório. Mesmo assim, conseguiu criar condições mais favoráveis para o controle futuro da inflação, só que apenas uma parte destes efeitos positivos deve ser atribuída ao bloqueio da liquidez, pois muitas das medidas então adotadas poderiam entrar em vigor em contextos bastante diferenciados.

A meta fixada no anúncio do plano era a obtenção de superávit operacional de 2% do PIB em 1990, o que supunha um ganho de dez pontos percentuais do PIB frente às previsões de déficit operacional de 8% do PIB formuladas com base no quadro anterior ao bloqueio. Um ajuste tão expressivo foi encarado com muita desconfiança, prevalecendo em geral uma atitude de grande ceticismo. Além de ser bastante diversificado o escopo das medidas propostas (Quadro 10), dificultando avaliações mais seguras sobre seu efeito combinado, havia muitos fatores de incerteza: efeitos de flutuações da atividade produtiva, impactos nas finanças estaduais e municipais (em termos de receita própria, transferências federais e rolagem de dívidas), dificuldades para aprovação de medidas no Congresso, somando-se ainda as denúncias de que alguns subsídios e incentivos não estariam sendo cortados de fato, preservando-se brechas e subterfúgios para a viabilização de apoio parlamentar.

²⁰ Uma comparação rigorosa com os dados até 1988 não é possível devido a mudanças metodológicas. O valor muito elevado de 1989 reflete a política de juros do Plano Verão e o período de forte aceleração da inflação.

²¹ Para uma discussão sobre o aumento da receita tributária nos primeiros meses após o bloqueio, ver seção 2.2.2.

Tabela 17 Necessidades de Financiamento do Setor Público (% do PIB) - 1987-1993¹

Discriminação	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Setor público consolidado							
NFSP primárias	0,80	-0,39	0,25	-2,23	-2,77	-1,77	-2,10
Juros reais	4,85	5,21	6,60	0,90	2,80	3,36	2,60
NFSP operacionais	5,65	4,82	6,85	-1,33	0,03	1,59	0,50
Governo central²							
NFSP primárias	1,61	1,50	0,71	-1,46	-1,17	-1,36	-0,90
Juros reais	1,57	1,95	3,22	-0,87	1,06	1,72	1,30
NFSP operacionais	3,18	3,45	3,93	-2,33	-0,11	0,36	0,40
Receitas	14,79	14,01	13,29	17,69	14,80	14,46	15,75
IR	4,23	4,09	3,85	3,95	3,35	3,56	3,54
IPI	2,54	2,02	2,04	2,33	2,13	2,22	2,22
Finsocial-PIS/PASEP	0,65	1,10	1,65	2,61	2,36	1,99	2,30
Cont. folha	4,41	4,02	4,09	4,94	4,63	4,42	4,97
Outras	2,96	2,78	1,65	3,86	2,33	2,27	2,72
Transferências correntes	3,40	3,37	2,99	4,03	3,56	3,73	3,54
Estados e municípios ³	2,73	2,76	2,52	3,61	2,98	3,14	2,97
Outras (exclusive juros)	0,67	0,61	0,47	0,42	0,58	0,59	0,57
Despesas	16,02	15,34	15,96	14,96	13,57	12,37	15,09
Pessoal	3,55	4,22	6,37	5,60	4,36	4,25	4,48
Orçamento de crédito ⁴	2,02	0,82	0,55	0,13	0,12	0,04	0,10
Benefícios previdenciários	2,57	2,47	2,75	3,58	3,48	4,11	4,57
Transferências p/estatais ⁵	2,26	1,75	0,39	0,19	0,43	0,11	0,11
Outras	5,62	6,09	5,90	5,46	5,18	3,86	5,83
Ajustes + float	-3,02	-3,20	-4,95	-2,76	-3,50	-3,00	-3,78
Estados e municípios							
NFSP primárias	0,60	-0,50	-0,30	-0,33	-1,25	-0,13	-0,80
Juros reais	1,00	0,90	0,86	0,72	0,61	0,76	0,60
NFSP operacionais	1,60	0,40	0,56	0,39	-0,64	0,63	-0,20
Empresas estatais							
NFSP primárias	-1,41	-1,39	-0,16	-0,44	-0,35	-0,28	-0,40
Juros reais	2,28	2,37	2,52	1,05	1,13	0,88	0,70
NFSP operacionais	0,87	0,97	2,36	0,61	0,78	0,60	0,30

Fonte: Banco Central do Brasil, apud Barbosa e Giambiagi (1995, p. 527)

¹ Os juros reais de 1987 e 1988 não são comparáveis com os dos anos posteriores devido a mudanças metodológicas² Tesouro Nacional, agências descentralizadas e Previdência Social; exclusive resultado de venda de empresas estatais e transferências a elas associadas³ Administração direta, fundações e autarquias⁴ Além dos fundos de participação, inclui transferências obrigatórias para pagamento de pessoal do Distrito Federal e ex-territórios⁵ Despesas a fundo perdido para setor agrícola e setor exportador⁶ Transferências de capital para empresas estatais

Na prática o Congresso cortou pouca coisa e as dificuldades foram menores do que se temia. A meta foi revista em julho para 1,5% do PIB e depois para 1,22%, recuo pouco relevante diante do ajuste requerido. O resultado ficou próximo da meta: superávit operacional de 1,33% do PIB no conceito de necessidades de financiamento do setor público, sendo de 2,33% nas contas do governo central (Tabela 17).

Em que medida este forte ajuste fiscal favoreceu a estabilização? O superávit do Tesouro nos meses seguintes ao bloqueio não conseguiu impedir a volta da inflação, mas esta obviedade apenas confirma que o desempenho de um programa de choque não deve ficar na dependência dos resultados fiscais que ele produza de imediato. Ainda que se aceite a necessidade de o plano de estabilização ser precedido pelo ajuste fiscal, o desafio de demonstrar que este ajuste é consistente só pode ser considerado como efetivamente vencido a médio prazo, quando o período crítico de um programa de choque já terá passado. A obtenção de resultados fiscais positivos a curto prazo favorece o sucesso de um programa de estabilização, mas nada assegura que seja suficiente para garanti-lo, em especial no caso de programas de choque. Mesmo sendo muito favoráveis, tais resultados podem ser tidos como conjunturais, ou podem revelar-se insuficientes para anular pressões de outros fatores de instabilidade, capazes de relativizar ou anular resultados positivos alcançados de início. E tais dificuldades tendem a crescer com o grau de incerteza que as medidas de estabilização monetária provoquem por si mesmas.

A discussão relevante, portanto, é se o Plano Collor foi capaz de criar um quadro fiscal mais favorável para a estabilização a médio prazo, seja pelos efeitos sobre as expectativas, seja pela eliminação ou redução substancial das pressões sobre a política monetária.

Os resultados fiscais melhoraram bastante a partir de 1990, como discutido, revertendo-se nos anos seguintes a tendência de déficits elevados que prevalecia no período anterior. Argumentou-se depois que estes números encobriam um significativo déficit potencial, sendo possíveis apenas porque a alta inflação corroía as despesas, de forma espontânea ou intencional, ficando as receitas protegidas pelas regras

de indexação cada vez mais amplas.²² Alguns dos defensores deste argumento explicam assim a persistência da alta inflação apesar de os resultados fiscais do início dos anos 90 indicarem uma situação de equilíbrio (Bacha, 1994).

Fato é que, embora sem sustentar o pico de 1990, a arrecadação manteve níveis um pouco maiores que no período anterior e as despesas ficaram em patamar mais baixo. A redução do custo de rolagem da dívida mobiliária foi permanente, mesmo depois de concluída a liberação dos cruzados retidos. O repique dos gastos com juros em 1992 deve ser atribuído aos efeitos da inflação declinante durante alguns meses do ano, situação que favorece a elevação dos juros reais, pois as taxas nominais sinalizadas pela autoridade monetária incorporam em geral uma expectativa de inflação estável ou em alta. Pode-se explicar da mesma forma o novo recuo do peso dos juros nas NFSP em 1993, quando a inflação voltou à aceleração gradual.

O ganho fiscal obtido pelas medidas do Plano Collor, portanto, não foi inteiramente transitório, como muito se afirmou na época. É certo que não se criou um quadro de equilíbrio inquestionável, capaz de afetar as expectativas de forma indiscutível, mas também não se retornou à situação crítica anterior.²³ Embora não tenha alcançado a estabilização monetária, seu objetivo maior, o Plano Collor criou uma base fiscal mais favorável para sua viabilização no futuro.

Deste resultado positivo, contudo, apenas uma parte pode ser atribuída ao bloqueio da liquidez. Dentre as medidas fiscais de 1990 (Quadro 10), só estavam vinculadas de forma inquestionável ao bloqueio aquelas que afetaram a dívida mobiliária federal, aliviando de forma considerável os encargos financeiros do Tesouro nos anos seguintes. Como percentual do PIB, a dívida mobiliária federal fora do BCB subiu de 10,1% em 1987 para 11,7% em 1989, manteve-se abaixo de 3% em 1990 e 1991 e, depois da liberação dos cruzados retidos, estacionou em níveis pouco menores que 8% em 1992 e 1993 (BCB, 1994). Os ganhos em termos

²² Ver a respeito Guardia (1992) e Bacha (1994); para uma crítica, Barbosa e Giambiagi (1995).

²³ O Plano Real demandou providências fiscais específicas (Bacha, 1995, p. 7-8) e os números ruins do segundo semestre de 1995 e início de 1996 demonstraram a persistência de muitos problemas, mas não há dúvida de que o quadro fiscal nos anos seguintes ao Plano Collor tornou-se mais favorável à estabilização do que antes dele. A agressiva política de juros altos do primeiro ano do Plano Real não seria possível se o endividamento mobiliário da União continuasse nos níveis do final dos anos oitenta.

Quadro 10 Principais medidas fiscais do Plano Collor

-
- Bloqueio da maior parte dos títulos da dívida pública mobiliária federal por dezoito meses, com liberação em doze parcelas mensais, a partir de setembro de 1991; durante o bloqueio, rendimento de 6% ao ano mais correção monetária pela variação dos Bônus do Tesouro Nacional - BTN, creditado diariamente e disponível apenas na liberação
 - Permissão para uso dos cruzados novos retidos para quitação de impostos e contribuições vencidos, o que estimulava o pagamento de obrigações em atraso e sob contestação
 - Incidência transitória e única de 8% de imposto sobre operações financeiras - IOF, no resgate e transmissão de títulos e valores mobiliários, inclusive ações e ouro, com valor acima do equivalente a US\$ 9.000 no momento do bloqueio
 - Extintas as aplicações financeiras ao portador e proibida a emissão de cheques ao portador com valor acima de US\$ 100
 - Incidência de 25% de imposto de renda - IR no resgate de aplicações ao portador cujo titular não demonstrasse já haver pago IR sobre os rendimentos que deram origem à aplicação
 - Suspensão generalizada de subsídios e incentivos fiscais
 - Reforma administrativa: extinção de diversos órgãos, anúncio de demissão de cerca de 350.000 funcionários federais (na prática, foram colocados em disponibilidade, com direito a vencimentos em quase todos os casos)
 - Criação dos Certificados de Privatização - CP, utilizáveis na compra de ações de empresas estatais a serem privatizadas, prevendo-se absorção compulsória por bancos e fundos de pensão da ordem de US\$ 5 bilhões (número reduzido de fato a cerca de 10% devido a resistências)
 - Indexação dos tributos devidos pelo valor diário dos Bônus do Tesouro Nacional Fiscais - BTNF, por prazos de um a trinta dias a partir do fato gerador
 - Incidência de IOF sobre praticamente todas as operações financeiras, muitas das quais antes isentas
 - Em julho, imposição de IOF sobre aplicações financeiras de até 18 dias úteis (inclusive financiamento em bolsas de valores), com alíquota declinante em função do prazo, começando (para operações de um dia) com 1,5% sobre o total do resgate, sendo que o imposto devido não poderia ultrapassar o rendimento obtido
 - A partir de agosto, diversos aumentos de alíquotas de impostos e contribuições:
 - Finsocial, de 1,2% para 2% sobre faturamento das empresas (vigência adiada para 1991) e de 12% para 15% da contribuição sobre o lucro de instituições financeiras
 - Previdência: contribuição das empresas subiu de 8% para 10%
 - Aumento substancial das alíquotas do imposto sobre produtos industrializados - IPI sobre diversos produtos classificados como supérfluos
 - Elevação de 6% para 25% da alíquota de IR sobre o lucro de pessoa jurídica com atividade rural
 - Elevação de 18% para 30% da alíquota de IR sobre o lucro com a exportação de manufaturados e serviços
 - Tributação dos ganhos de capital (IR) nas operações com ações em bolsas de valores
 - Transferência para o Departamento da Receita Federal da administração das receitas arrecadadas pelo Instituto Nacional de Colonização e Reforma Agrária - INCRA
 - Fim dos incentivos fiscais à formação profissional de empregados, subscrição de ações de empresas de informática, atividades culturais e artísticas, desporto amador, formação de recursos humanos na área de informática; suspensão temporária dos incentivos a investimentos nas regiões incentivadas (Norte, Nordeste, Espírito Santo)
 - Fim das isenções e reduções do IPI e do imposto de importação sobre diversos produtos estrangeiros
-

Fontes: Banco Central do Brasil, *Relatório Anual de 1990*, p.60

de alongamento de prazo foram evidentemente perdidos na liberação dos cruzados, mas a redução das despesas com juros reais persistiu nos anos seguintes, como discutido. em o bloqueio, seria praticamente impossível obter ganhos de tal magnitude, pelo menos a curto prazo.

Outras medidas fiscais relevantes do Plano Collor, porém, podiam ser adotadas sem bloqueio da liquidez e em contextos muito diferentes:

aumento de alíquotas, aprimoramento da indexação, combate à sonegação, corte de subsídios e incentivos, reforma administrativa, privatização, e até mesmo o imposto de capital sobre aplicações financeiras, que poderia ser implementado como um tributo de emergência.

Há também os casos duvidosos, medidas cuja implantação seria certamente mais difícil sem o bloqueio, como a proibição de operações financeiras ao portador e a tributação das aplicações de curtíssimo prazo, dado o risco de movimentos especulativos e "fuga" de recursos. No caso de obrigações fiscais em atraso ou em litígio, é difícil imaginar algum incentivo para seu pagamento mais poderoso que o uso de aplicações financeiras retidas e com devolução incerta, adicionando-se ainda o expressivo deságio obtido na compra de dinheiro bloqueado.

3.4 CAMBIO, SETOR EXTERNO, DÍVIDA EXTERNA

O fracasso do Plano Collor se deveu em larga medida ao quadro externo adverso, característico dos anos oitenta na América Latina.²⁴ Depois de ter contribuído decisivamente para derrotar programas de estabilização no Brasil e em outros países, o quadro restritivo continuava colocando obstáculos consideráveis a quaisquer medidas de estabilização.²⁵ Nos meses seguintes se demonstrou que o bloqueio não tinha como revertê-lo por si mesmo, por suas próprias iniciativas.

O corte abrupto do financiamento externo voluntário no início da década provocou impactos muito negativos no financiamento do setor público e na administração do balanço de pagamentos, reduzindo bastante a margem de manobra da política econômica. A elevação das taxas de juros domésticas passou a ter efeito limitado sobre a conta de capitais, mas qualquer sinalização de juros reais negativos tendia a induzir uma rápida saída de recursos. Na impossibilidade de contar com créditos correntes e dado o peso elevado do serviço da dívida, simples reduções do saldo de comércio podiam conduzir a uma crise

²⁴ Existe literatura abundante sobre a crise da dívida externa e suas repercussões nos países latino-americanos. Para o caso brasileiro, ver Baer (1993), Belluzzo e Almeida (1992), Bresser Pereira (1992), entre outros.

²⁵ Havia consciência destas dificuldades antes do bloqueio, como se lê no texto que apresenta a proposta de Belluzzo e Almeida (1990, p. 75): "A fixação da taxa de câmbio e suspensão de pagamentos de toda ordem ao exterior são medidas necessárias, mas não suficientes (...). Este é o calcanhar de Aquiles da reforma, que teria uma chance de êxito quase integral se partisse de uma situação mais folgada quanto às reservas cambiais e se fosse viável regular suas variações com os instrumentos convencionais ou mediante o crédito internacional".

cambial, com o que a geração de elevados superávits comerciais tendia a condicionar o conjunto da política econômica. Exportadores e rentistas ficavam assim em posição privilegiada para pressionar as autoridades econômicas, restringindo o fechamento de negócios ou alterando seus portfólios de forma a bloquear e inviabilizar as medidas avaliadas como prejudiciais aos seus interesses imediatos.

Os traços básicos deste quadro adverso continuavam presentes por ocasião do Plano Collor, como se vê na Tabela 18. Suas implicações ficaram evidentes nas dificuldades do Plano Verão, no ano anterior.²⁶ Três questões se destacavam no começo de 1990: forte valorização cambial acumulada, tendência de aumento das importações e expectativa de pressões dos credores pela regularização dos pagamentos em atraso desde a moratória de julho de 1989.

A tendência de apreciação do câmbio vinha de alguns anos e ganhou força em 1989 (Tabela 19). O Plano Verão corrigiu o câmbio abaixo da inflação nos primeiros meses (Quadro 6) e a forte aceleração da alta dos preços a partir de maio-junho ampliou a tendência de "atraso" dos indexadores. A valorização acumulada agravava o conhecido dilema entre desvalorizar ou não o câmbio no momento inicial de um programa de estabilização. A desvalorização imediata tende a reforçar as contas externas, mas à custa de novas pressões inflacionárias. Ao contrário, a manutenção da taxa nominal facilita a estabilização imediata dos preços, mas à custa de fragilização das contas externas a médio prazo.

Nas condições de março de 1990, a aceleração inédita da inflação acentuava os riscos da primeira opção, enquanto a falta de financiamento externo voluntário (Tabela 18) e o conflito com os credores reduziam a margem de manobra da política econômica no caso de uma reversão da balança comercial.

Nestas condições, o bloqueio da liquidez parecia capaz de reduzir bastante os riscos da segunda opção. O corte da liquidez tiraria dos exportadores o fôlego necessário para retardar negócios, como forma de pressão sobre o governo para impor uma desvalorização ou obter outras

²⁶ Os juros elevados dos primeiros meses do Plano Verão (ver Capítulo 1) induziram um considerável ingresso de divisas, basicamente através de antecipação de contratos de câmbio, provocando elevada expansão de liquidez. Com a crise do plano e a volta da inflação elevada, o movimento inverso foi de tal magnitude que levou o governo à moratória de pagamentos externos a partir de julho.

Tabela 18 Balanço de Pagamentos Ajustado^a - 1989/92 -US\$ milhões

	1989	1990	1991	1992
Balança comercial	16.120	10.753	10.579	15.525
Serviços	-14.180	-15.096	-13.177	-11.131
Transferências unilaterais	244	834	1.556	2.056
Transações correntes	1.564	-3.509	-1.402	6.450
Capital	-5.144	-5.188	-4.513	7.444
Investimento direto + portfólio	125	0	170	2.836
Financiamentos	2.109	2.612	2.026	1.713
Credores oficiais	1.301	1.276	1.190	1.100
Outros	808	1.336	836	613
Empréstimos em moeda	-1.558	-297	964	10.038
Curto prazo	-1.664	-1.208	-3.033	2.163
Longo prazo	106	911	3.997	7.875
Bancos comerciais	0	0	0	897
Intercompanhias	106	258	308	871
Notas, bônus, etc	0	653	3.689	6.107
Outros capitais	69	550	157	4
Amortizações	-5.889	-8.053	-7.830	-7.147
Erros e omissões	-776	-328	876	-1.124
Saldo global	-4.356	-9.025	-4.679	12.770
Financiamento	4.356	9.025	4.679	-12.700
Haveres externos	-887	-480	369	-14.670
FMI	-852	-741	-590	-406
Atrasados	3.989	9.959	5.621	3.005
Outras obrigações	2.106	287	-721	-629

Fonte: Souza (1993, p. 36)

^a A conta de capital foi ajustada de forma a só deixar "acima da linha" os capitais efetivamente voluntários. Assim, todos os refinanciamentos ou dinheiro novo obtido através do processo de renegociação da dívida entre o governo brasileiro e os representantes dos credores foram passados para a conta de financiamento do resultado, "abaixo da linha".

vantagens,²⁷ e induziria a repatriação de recursos mantidos no exterior por agentes econômicos residentes no Brasil. Este movimento deveria ser ainda reforçado de imediato pela reversão das atitudes preventivas que vinham sendo adotadas nas semanas anteriores por conta

²⁷ Para Belluzzo e Almeida (1991, p. 101), a fragilidade externa "concede ao exportador um excessivo poder em determinar súbitas variações do saldo comercial e em exercer influência na taxa de câmbio". Havia em muitos setores uma convicção mais ou menos explícita de que a derrota do Plano Cruzado teria decorrido de movimento semelhante da parte dos exportadores, em meados do segundo semestre de 1986.

Tabela 19 Taxa de câmbio real¹ (março/1986=100), por diferentes deflatores (1987-1990)

Período	IPA-06 ²	IGP-DI ³	Cesta de moedas ⁴	Salários ⁵
1987	93,72	89,13	101,49	98,04
1988	81,22	80,24	89,03	90,31
1989	72,32	67,99	76,03	73,26
1990	57,26	53,79	63,05	64,91
Mar	43,82	46,33	45,57	55,43
Abr	50,30	51,68	54,17	68,64
Mai	54,25	51,89	58,89	71,47
Jun	56,73	52,62	61,29	67,27
Jul	61,05	53,86	67,10	60,51
Ago	59,64	52,01	66,47	54,83
Set	56,26	49,30	62,95	59,93
Out	65,25	57,25	71,28	65,24
Nov	67,86	60,66	78,00	69,64
Dez	71,67	64,47	82,58	73,01

Fonte: IEI (1991, p. 47)

¹ Média do período

² Índice de Preços por Atacado, oferta global, produtos industriais, Fundação Getúlio Vargas - FGV

³ Índice Geral de Preços, disponibilidade interna, FGV

⁴ Cesta de sete moedas, ponderada pela participação nas exportações brasileiras

⁵ Taxa de câmbio de final de período e salário médio (Federação das Indústrias do Estado de São Paulo - FIESP)

da expectativa generalizada de que o novo programa de estabilização iria fatalmente promover uma forte desvalorização cambial.^{2*}

Estes elementos limitavam as possibilidades de utilização agressiva da política cambial como suporte ao controle das pressões inflacionárias, nos moldes do que faria o Plano Real anos depois. O nível de reservas e a virtual impossibilidade de atrair fluxos de capitais de curto prazo, ao lado da falta de apoio financeiro externo, tornavam a balança comercial uma variável muito delicada. Temia-se que até uma simples ameaça de déficits elevados nas transações correntes, dada a virtual impossibilidade de financiá-los, poderia estimular movimentos especulativos de controle muito difícil.

^{2*} Havia expectativas generalizadas de desvalorização cambial expressiva no anúncio do programa (IEI, 1990a, p. 31), fosse qual fosse o seu perfil. As atitudes daí decorrentes - retardamento de exportações, antecipação de importações, compra de ativos dolarizados - contribuíram para uma forte ampliação da oferta de dólares logo após o bloqueio.

A adoção do câmbio flutuante tornaria o quadro mais flexível, como se discute adiante. Contudo, face às restrições citadas, parecia arriscado permitir uma forte valorização adicional do cruzeiro para reforçar o esforço antiinflacionário, embora o bloqueio devesse gerar um movimento neste sentido. Os exportadores haviam se retraído bastante nas semanas anteriores ao choque, pela expectativa de forte desvalorização cambial na posse do novo governo; sob pressão do corte da liquidez e da demanda doméstica, ficava difícil retardar as vendas externas, apesar do câmbio desfavorável. Na outra ponta, e por motivos opostos, os importadores não tinham estímulos para ampliar com rapidez suas compras e aproveitar a liberalização comercial.

A tendência de valorização cambial daí resultante seria favorável à estabilização no curto prazo, mas poderia criar sérios transtornos caso se acentuasse em demasia. O risco era atenuado, ao menos em tese, por já estar em curso um importante processo de flexibilização das relações econômicas externas, deslançado com a revisão tarifária de 1988 e a criação do mercado flutuante em janeiro de 1989.²⁹ O aumento das importações ao longo deste ano teria resultado destas iniciativas, embora outros fatores devam ter contribuído para tal. Além da revisão tarifária, as importações em 1989 foram estimuladas também pelo câmbio valorizado (IEI, 1990c, p. 37). As amplas medidas de desregulamentação adotadas no Plano Collor, reforçadas por tais precedentes, deveriam estimular as importações o suficiente para apoiar o combate à inflação e evitar uma apreciação cambial excessiva e contínua, mas sem reduzir em demasia os saldos comerciais.

Estas referências eram insuficientes para orientar uma política cambial ativa, sugerindo muito mais uma conduta de tentativa-e-erro, testando-se continuamente as reações dos mercados, para o que o regime de câmbio flutuante seria de fato o mais adequado. Se não era esta a concepção da equipe do Plano Collor, pelo menos é a que melhor explica sua conduta na área cambial até setembro de 1990, marcada por vai-véns

²⁹ O mercado de câmbio em 1990 dividia-se em três grandes segmentos. O mercado comercial, também chamado de oficial, ou mercado de taxas administradas, abrigava praticamente a totalidade das transações cambiais legais, e até o bloqueio tinha suas taxas fixadas diariamente pelo BCB. O mercado flutuante, ou câmbio-turismo, criado em janeiro de 1989, permitia aos residentes a compra de valores reduzidos por motivo de viagem, de início não mais que US\$ 4.000, absorvia os recursos de turistas ingressados no país, e operava a taxas competitivas (embora o BCB muitas vezes atuasse indiretamente sobre ele. Por fim, o mercado paralelo continuava realizando as transações sem registro legal.

que prejudicavam a estabilização. Depois do dia 12 daquele mês, o BCB induziu ou aceitou uma rápida desvalorização do cruzeiro, componente essencial da política de acomodação que passava a prevalecer.

Além de não desvalorizar a moeda no início do programa, o Plano Collor adotou o regime de câmbio flutuante,³⁰ suspendendo o sistema de correções periódicas e taxas fixas, vigente por várias décadas. Tal medida descartava a fixação da taxa de câmbio como âncora nominal para a estabilização, tida como necessidade óbvia na proposta de Belluzzo e Almeida (1990, p. 75). Bresser Pereira (1991, p. 110-111) apontaria como um dos motivos para o fracasso do Plano Collor a ausência da âncora nominal que a fixação do câmbio ofereceria. Nos dois casos, contudo, não se discutem as dificuldades colocadas a uma política de câmbio fixo naquelas circunstâncias. O câmbio flutuante mostrava-se de fato bem mais adequado às peculiaridades do Plano Collor e às dificuldades antevistas por seus formuladores, além de evitar alguns problemas que decorreriam da opção por uma taxa fixa.

Um primeiro argumento neste sentido diz respeito aos riscos que a rigidez do câmbio fixo traria para a administração do programa, dada a fragilidade da posição externa do país. Os riscos eram ainda maiores com as dificuldades para se definir a "taxa de equilíbrio" para aquele momento, tendo em conta inclusive as mudanças profundas ocorridas na economia brasileira nos anos anteriores e que tornaram os indicadores baseados na paridade do poder de compra da moeda um guia inadequado para a fixação da taxa de câmbio, deixando o governo "diante da contingência de arbitrar um preço crucial (...) em condições de escassa visibilidade, (...) com risco de errar bastante elevado" (Souza, 1991, p. 591). A opção pelo câmbio flutuante, entre outras vantagens, deixava ampla margem de manobra para correções sucessivas.

Outro argumento relevante era a expectativa de que o regime de câmbio flutuante seria mais adequado para a administração do bloqueio da liquidez ao garantir maior liberdade de ação à política monetária, desobrigando o BCB de ampliar a oferta de moeda em resposta a aumentos

³⁰ Desde o final de março vigorou de fato um regime de "flutuação suja", com intervenções regulares do BCB para balizar as cotações do mercado comercial, em geral observando variadas estimativas de inflação. Houve valorização nominal apenas nos primeiros dias após o bloqueio, sob impacto da forte contração da liquidez, e na segunda metade de agosto. Outra inovação adotada em março de 1990 foi a permissão para a retenção de ativos externos pelas instituições financeiras, inicialmente sem limites, e a partir de abril com limite de US\$ 1 milhão, ampliado depois para US\$ 10 milhões.

na oferta de moeda estrangeira.³¹ Estava muito viva a experiência do Plano Verão, quando o controle da base monetária foi neutralizado pelo forte ingresso de recursos externos (via adiantamentos sobre contratos de câmbio), atraídos pelos altos juros domésticos. O câmbio flutuante "evitaria também que uma interrupção (ou redução) dos pagamentos de juros ao exterior fosse inócua para fechar o 'hiato fiscal', dada a acumulação de reservas resultante" (Souza, 1991, p. 595).

Por fim, também pesava a favor do câmbio flutuante a percepção de que se esgotavam os atrativos do regime anterior, de administração do câmbio real pelo sistema de minidesvalorizações regulares. Apresentado em geral como um sucesso, pela sua capacidade de evitar oscilações acentuadas da taxa real apesar da instabilidade macroeconômica e da inflação elevada,³² no final dos anos oitenta o sistema mostrava-se cada vez menos capaz de fazê-lo. Além da natural perda de eficácia das regras de indexação quando a inflação se acelera e se torna instável, pela defasagem entre os indexadores e a inflação corrente, contribuiu para isto a série de mudanças nas regras de indexação (prefixação em 1980, duas maxidesvalorizações de 30%, em 1979 e 1983, congelamentos, expurgos de índices de preços). "Ao longo da década de 80, portanto, a política cambial foi incapaz de evitar dois problemas que tinham sido exatamente o alvo da política de minidesvalorizações: a variabilidade e o desalinhamento da taxa de câmbio real" (Souza, 1991, p. 584).

Da mesma forma que na opção por não desvalorizar o câmbio logo no anúncio do programa, a opção pelo câmbio flutuante também parecia mais segura devido à expectativa de que o bloqueio da liquidez reduziria os espaços para movimentos especulativos. Ao mesmo tempo, a manutenção da moratória facilitaria a acumulação de reservas, afastando os receios

³¹ "A adoção do regime de taxas de câmbio flutuantes constituiu (...) uma mudança institucional plenamente coerente com a concepção do programa de estabilização. De acordo com as novas regras, o Banco Central se desobriga de comprar câmbio, bem como de determinar a taxa de câmbio, de maneira que flutuações no ingresso e na demanda de moeda estrangeira levam, em princípio, a mudanças no estoque de divisas em poder do mercado, bem como a alterações na taxa de câmbio, e não a uma injeção primária de moeda na economia" (IEI, 1990a, p.20-21).

³² Nos quarenta anos do pós-guerra ao final da década de oitenta, as regras cambiais brasileiras mantiveram duas características básicas: taxas de câmbio fixadas pelo governo e um elevado grau de restrição cambial (isto é, uma reduzida conversibilidade da moeda doméstica); Na primeira metade destes quarenta anos, foram usadas taxas fixas ajustáveis em intervalos longos, excetuando-se o período de leilões de divisas da Instrução 70 da Sumoc (1953). As minidesvalorizações foram adotadas em 1967, com intervalos cada vez mais curtos e razoavelmente previsíveis; a correção passou a ser diária em 1985, permanecendo assim até a véspera do Plano Collor, com exceção dos meses seguintes aos três choques do governo Sarney (Cruzado, Bresser e Verão).

de crise de balanço de pagamentos. Por fim, fortalecido pelo sucesso do plano de estabilização, o governo estaria melhor posicionado para renegociar a dívida externa em termos que respeitassem a capacidade de pagamento do país e facilitassem a superação dos desequilíbrios financeiros do setor público e a consolidação da estabilidade cambial (Meyer, 1993, p. 136). Nos meses seguintes evidenciou-se a frustração destes objetivos.

A opção pela não-desvalorização do câmbio no momento do bloqueio tinha a vantagem óbvia de reforçar a queda imediata da inflação, mas os benefícios foram parcialmente anulados pela desvalorização gradual e progressiva a partir de abril, sempre em percentuais um pouco acima da inflação mensal. Decorriam daí pressões de custos e estímulos à reindexação incompatíveis com a inflação muito baixa que se pretendia alcançar. Como este movimento deveu-se no essencial à atuação do BCB no mercado de câmbio, comprando divisas regularmente e balizando as cotações, demonstrava-se a impossibilidade de se submeter inteiramente a política cambial à política monetária. O BCB tinha que se preocupar também com o aumento do nível de reservas e com os riscos potenciais de que a inflação pós-bloqueio ampliasse ainda mais a já significativa valorização do câmbio. Os problemas atingiram seu ponto culminante em agosto-setembro, quando terminou em recuo generalizado a tentativa de aprofundar o esforço antiinflacionário naquele momento, incluindo até a valorização nominal do câmbio. O BCB passou a comprar reservas com firmeza a partir de 11/9, provocando expressiva desvalorização cambial que consolidaria a volta da inflação elevada e o fim do Plano Collor.

O resumo da política cambial nos seis meses a partir do bloqueio, apresentado a seguir, confirma a presença de metas conflitantes e de muitas dificuldades para concentrar esforços no objetivo maior da estabilização monetária.

Pode-se afirmar que a atuação do BCB na área cambial guiou-se por três parâmetros de abril a meados de agosto: privilegiar a acumulação de reservas e o balizamento da taxa real de câmbio, em detrimento do controle monetário; intervir de forma regular e discreta para impedir oscilações muito acentuadas nas cotações, mas promovendo ou aceitando correções fortes em determinados momentos; desvalorizar o cruzeiro em

Tabela 20 O setor externo da economia brasileira em 1990

Mês	Export.	Import.	Saldo	Reservas		Cr\$/US\$	Paridade	
				Caixa	Liq.	Ponta	Média	
Jan	2.280	1.777	503	6.905	9.044	17.731	14.313	100,00
Fev	1.974	1.307	667	6.897	8.808	30.636	23.661	96,06
Mar	2.232	1.575	657	5.378	7.385	42.560	37.701	92,97
Abr	2.558	1.381	1.177	6.843	8.794	51.243	47.890	92,47
Mai	3.232	1.545	1.687	7.585	9.963	55.219	52.230	95,54
Jun	2.510	1.393	1.117	7.786	10.173	61.022	57.116	93,39
Jul	3.082	1.596	1.486	8.113	10.521	68.990	66.517	98,79
Ago	3.062	2.095	967	8.588	10.533	71.674	71.757	97,90
Set	2.592	1.826	766	8.627	10.171	84.223	75.541	91,52
Out	2.333	1.920	413	8.120	10.027	106.950	95.165	104,06
Nov	2.665	2.202	463	7.605	8.753	144.710	123.133	116,45
Dez	2.894	1.807	1.087	8.751	9.973	170.060	154.586	121,52

Fontes: Banco Central do Brasil, *Brasil Programa Econômico*, vol. 29, junho 1991. Elaboração do autor

níveis próximos à inflação do mês, de preferência um pouco acima, mas tomando cuidado para não caracterizar alguma forma de indexação.³³

De meados de agosto a 11/9, o BCB alterou sensivelmente estes objetivos. A tendência de valorização nominal do cruzeiro era compatível com o vigoroso esforço de controle monetário e de reversão das expectativas inflacionárias. O movimento foi abortado com rapidez, indicando a impossibilidade de escapar dos parâmetros que vinham orientando a política cambial até então.

Estes parâmetros procuravam responder às restrições presentes desde a edição do Plano Collor e que o bloqueio da liquidez não tinha como afastar. O baixo nível de reservas precisava ser defendido e ampliado, inclusive pelo progressivo agravamento dos atritos com os credores. A monetização resultante podia ser considerada positiva na fase inicial, quando se esperava forte aperto de liquidez, mas se

³³ Para o grupo de conjuntura do IEI (1990b, p. 25), com a introdução do regime de taxas flutuantes "a evolução do preço da moeda estrangeira passou a ser interpretada pela imprensa especializada e pelo público como o resultado das forças de oferta e demanda". Esta afirmação é discutível, pois pelo menos a partir de maio ou junho boa parte dos agentes econômicos contava com desvalorização cambial em níveis próximos da inflação. A *Gazeta Mercantil*, 18/7/1990, p.17, relata os cálculos de diversos operadores do mercado financeiro projetando a correção cambial do mês com base nas estimativas do IPC-FIPE e concluindo que haveria apenas uma desvalorização discreta nas últimas semanas de julho (o que iria se confirmar), enquanto o BCB atuava diariamente para sustentar a taxa, comprando e vendendo para evitar oscilações, e apesar de estar crescendo a entrada de divisas. De qualquer forma, cálculos deste tipo foram cabalmente desmentidos em agosto, o que estimulou a forte reação contra a valorização nominal do câmbio naquele momento.

tornou um fator a mais de descontrole quando se tentou implementar a política monetária fortemente restritiva de meados do ano. A queda da demanda doméstica não era suficiente para estimular as exportações, logo era preciso ter cuidado para não inibi-las com valorização do câmbio real, inclusive sob pena de ressurgir o risco de déficits insustentáveis em transações correntes quando se materializasse o desejado aumento das importações e seus impactos favoráveis sobre os preços e na modernização do setor produtivo.³⁴ Posteriormente estas restrições foram ampliadas pela resistência da inflação, superando as expectativas iniciais, pelo agravamento do conflito com os credores e pelos impactos da Guerra do Golfo sobre os preços do petróleo, a partir de agosto.³⁵

As vésperas do bloqueio as reservas externas estavam em torno de US\$ 7,0 bilhões, nível próximo ao do fim de 1989, e nas duas primeiras semanas o BCB teria comprado cerca de US\$ 1 bilhão. No primeiro dia de funcionamento dos mercados, 19/3, os exportadores teriam vendido um total próximo a US\$ 150 milhões, o dobro do patamar médio das semanas anteriores. Houve muitas oscilações nos dias seguintes, com momentos em que só os exportadores muito necessitados fechavam negócio, mas os importadores continuaram retraídos. O câmbio comercial em 19/3 subiu a Cr\$ 42,506, com alta de 10,7% sobre o fechamento a NCz\$ 38,388 em 13/3 (último dia em que a taxa de câmbio foi fixada oficialmente pelo BCB), mas nos dias seguintes recuou até perto deste valor, subindo novamente apenas no final do mês, para fechar a Cr\$ 42,56 em 30/3, nível que se manteve até 9/4. Neste período o BCB atuou como comprador, mantendo a taxa média estável. Entre 20/3 e 10/4 (16 dias úteis), as exportações teriam somado US\$ 2,2 bilhões, com média diária de US\$ 138 milhões, e as importações apenas US\$ 726 milhões, média diária de US\$ 45 milhões. Tendo em conta a repatriação de recursos devido ao corte da liquidez doméstica (ver detalhes na *Gazeta Mercantil*, 5-7/4/1990, p.1), sem a atuação do BCB teria havido significativa valorização cambial.³⁶

³⁴ Sobre a política de estímulo às importações e suas dificuldades neste período, ver IEI (1990c, p. 37-47).

³⁵ Registre-se a referência da *Gazeta Mercantil* em 11-13/08, p. 26, no sentido de que, apesar da alta do petróleo, o mercado continuava acreditando que o BCB impediria uma desvalorização mais rápida do câmbio para não prejudicar a política antiinflacionária.

³⁶ O BCB teria sido praticamente o único comprador de dólares neste período, segundo declarações do secretário de planejamento do Ministério da Economia, Marcos Gianetti da Fonseca (*Gazeta Mercantil*, 5-7/4/1990, p. 3).

No começo de abril, porém, apesar dos primeiros sinais de excesso de liquidez, surgiram comentários de que o governo ajustaria o câmbio, de forma "não-explosiva".³⁷ No dia 10 o BCB anunciou leilão de compra de US\$ 200 milhões, com propostas competitivas; aceitou propostas de Cr\$ 43,10 a Cr\$ 48,30, comprando na média a Cr\$ 44,56 por dólar. Novas intervenções do BCB nos dias seguintes puxaram o dólar comercial para a faixa de Cr\$ 51,00 a Cr\$ 51,50, onde permaneceria até os últimos dez dias de maio. Diante da percepção crescente de liquidez e pressões inflacionárias acima do desejado, a desvalorização de 20% só pode ser atribuída a preocupações com o setor exportador, embora as autoridades insistissem que a política cambial continuava se orientando pela defesa das reservas e não pela busca de determinada taxa de câmbio.³⁸

Mesmo com as medidas de liberalização de importações no início de maio, o câmbio comercial voltou a subir apenas no dia 21/5, alcançando Cr\$ 55,219 no dia 31, com desvalorização de 7,8% no mês. A alta dos últimos dez dias pode ser atribuída à liberação das remessas de lucros e dividendos e de repatriação de capital³⁹, suspensas desde 1989, mas houve também a presença do BCB como comprador. Junho repetiu o mesmo padrão: estabilidade nas primeiras semanas e firme movimento de alta a partir do dia 18, com desvalorização de 10,5% no mês. Em maio e junho, a correção do câmbio comercial ficou acima da correção dos BTN e da inflação (Tabela 6). Por outro lado, entre os fatores condicionantes da base monetária (Tabela 9), o câmbio registrou efeito expansionista de Cr\$ 182,5 bilhões em abril e maio (cerca de US\$ 3,6 bilhões), 31,5% da expansão da base monetária nos dois meses, mas em junho o impacto monetário foi desprezível.

Em julho, em meio ao vigoroso esforço de controle da liquidez, as operações cambiais do BCB representaram praticamente o único fator de expansão monetária. A desvalorização de 13,1% no mês concentrou-se na

³⁷ Sob o título "Governo vai ajustar o câmbio a curto prazo", a *Folha de S. Paulo* (7/4/1990, B5) informava que o governo estaria preocupado com os efeitos negativos da taxa de câmbio sobre os exportadores, tema da conversa de Collor com o deputado Delfim Neto dias antes. Deste e de outros contatos de membros da equipe econômica formara-se a expectativa de que o câmbio seria desvalorizado, mas de forma "não-explosiva", para evitar efeitos inflacionários.

³⁸ Ver declarações neste sentido de Antônio Claudio Sochaczewski (*Gazeta Mercantil*, 11/4/1990, p. 26).

³⁹ A Circular 1725 (BCB, 15/5/1990) determinou que os depósitos deste tipo recolhidos ao BCB antes do bloqueio permaneceriam retidos pelo mesmo prazo dos ativos financeiros em cruzados novos, mantendo as regras de correção cambial anteriores. A partir desta data, porém, ficaram liberadas as operações de fechamento de câmbio para remessa ao exterior de lucros e dividendos.

primeira semana, com alta de 8,7% (4,7% apenas no dia 5), o que levou para 16,4% a desvalorização medida pela taxa média mensal. Na primeira semana a alta do dólar começou pela expectativa de que o BCB aceitaria (ou promoveria) a manutenção da correção do câmbio acima da variação dos BTN e dos juros *overnight*. Como o BCB não reagiu ao movimento de alta, o mercado puxou as cotações até que o BCB passou a sustentar a faixa de Cr\$ 66, atuando regularmente para evitar oscilações e induzir uma desvalorização lenta a partir da terceira semana. Ainda em julho o BCB intensificou as vendas de ouro para derrubar o mercado paralelo e o ágio sobre o oficial caiu de 35% para apenas 16,3%.⁴⁰

A forte inflexão da política cambial em agosto precipitou a crise de setembro e o início do período de forte desvalorização real que se estenderia pelo último trimestre do ano. Nos dois primeiros dias de agosto o ritmo de correção cambial reproduziu o padrão de julho, mas logo a cotação do comercial estagnou em torno de Cr\$ 71,50. Depois de uma pequena alta até perto de Cr\$ 72,50, por volta de meados do mês, a tendência de valorização discreta levou o mercado de volta até quase os mesmos Cr\$ 71,50. A desvalorização cambial de agosto acabou sendo de apenas 3,9% (7,9% pela taxa média do mês), bem abaixo dos 10,6% de correção dos BTN e dos 11,5% do *overnight*. No começo de setembro, um movimento de valorização do cruzeiro derrubou a cotação do dólar para Cr\$ 67,747 em 11/9.

A tendência de estabilidade e logo de valorização nominal neste período respondeu a um conjunto de fatores poderosos. Juros em alta e expectativas de um forte aperto monetário em setembro estimulavam o retorno de capitais e a venda de estoques de ouro e dólar formados antes do plano (*Gazeta Mercantil*, 3/8/1990, p. 25). Frente a este movimento, os exportadores passaram a antecipar seus negócios,⁴¹ especialmente quando se acentuou a tendência de valorização nominal. Como a demanda de importadores continuava fraca, apesar de ter sido suspensa a exigência de cobertura cambial na compra de alguns bens (BCB, Resolução 1749), as tentativas do BCB de reverter a tendência

⁴⁰ O BCB operou intensamente com ouro naquelas semanas e suas vendas líquidas teriam atingido US\$ 660 milhões (*Gazeta Mercantil*, 27/7/1990, p. 23).

⁴¹ O fechamento de câmbio de exportação teria atingido US\$ 175 milhões na segunda-feira, 3/9, e um pouco mais no dia seguinte, superando os níveis dos meses anteriores (*Gazeta Mercantil*, 3/9/1990, p.5).

mostraram-se incapazes de fazê-lo (*Gazeta Mercantil*, 22/8/1990, p. 25; 30/08/1990, p. 27).

As expectativas foram bruscamente revertidas em 12/9. Em paralelo à divulgação de um cronograma bem mais suave para os recolhimentos de cruzados devidos pelos bancos, afastando o receio de brutal aperto da liquidez, o BCB passou a comprar dólares com vigor, possivelmente um total de US\$ 800 milhões⁴². Em relação ao fechamento de 11/9, o cruzeiro desvalorizou-se 11,4% em três dias (12 a 14/9) e 24,3% até o fim do mês (Cr\$ 84,223 em 28/9), tendência que se manteve até o final do ano.⁴³ A mudança abrupta na posição do BCB sancionou as expectativas desfavoráveis, exacerbadas pela tensão nas negociações com os credores externos e pela alta do petróleo, com a Guerra do Golfo. A forte antecipação de agosto e começo de setembro retardou a esperada reação dos exportadores à virada da política cambial, com o que se estimulava o círculo vicioso entre expectativas de continuidade das desvalorizações reais e novos retardamentos na entrada de dólares.

A guinada brusca na política cambial em setembro foi provocada em boa medida pela tendência de redução lenta e constante do superávit comercial ao longo de 1990. Dadas as restrições externas e o conflito com os credores, o financiamento de déficits significativos em transações correntes era impensável. Uma perspectiva de seguidos déficits comerciais implicaria sério risco de crise cambial imediata, uma ameaça fatal ao programa de estabilização. Havia portanto reduzido grau de liberdade na utilização das importações como apoio à estabilização no curto prazo, da mesma forma que em programas anteriores, e o bloqueio não conseguiria, por si mesmo, tirar de cena esta restrição.

O Plano Collor adotou medidas significativas para a liberalização das importações, sob o duplo objetivo de favorecer a estabilização da moeda e a modernização do parque produtivo. Dava-se assim continuidade ao processo iniciado em 1988 e que tinha estimulado sensível aumento das compras externas desde então. Essa tendência de crescimento das

⁴² Valor admitido de público pelo presidente do BCB, Ibrahim Eris (*Gazeta Mercantil*, 12/9/1990, p. 25-27).

⁴³ Tomando-se a cotação de final de mês, a correção foi de 17,5% em setembro, 27% em outubro, 35,3% em novembro e 17,5% em dezembro; pelo valor médio no mês, a correção foi respectivamente de 5,27%, 25,98%, 29,39% e 25,54%. Nestes quatro meses, a inflação mensal (INPC) subiu de 14,26% em setembro para 19,14% em dezembro.

importações arrefeceu com o impacto recessivo inicial do bloqueio, mas logo retomou seu curso, no começo do segundo semestre. Com os efeitos da alta do petróleo, o aumento das importações derrubou o saldo comercial e contribuiu para a brusca reversão da política econômica a partir da segunda metade de setembro.

Os saldos mensais do primeiro trimestre haviam sido modestos, mas com boa recuperação depois do bloqueio (Tabela 20). Ainda assim, entre janeiro e setembro, momento de inflexão da política econômica, o saldo acumulado era 28% menor que o obtido em igual período de 1989, com queda de 9% das exportações e alta de 9% das importações (IEI, 1990d, p. 31). Em relação ao mesmo período de 1988, as importações daqueles nove meses de 1990 eram 31% maiores, confirmando que a demanda por produtos importados mantinha em 1990 a tendência de expansão de 1989, embora com menor intensidade, apesar do quadro recessivo no começo do ano e nos primeiros meses após o bloqueio.

Esta tendência se explica em boa parte pela abertura comercial, com eliminação de barreiras não-tarifárias e queda generalizada das alíquotas. O movimento neste sentido teve início em meados de 1988 e desde então verificou-se nítida tendência de as importações crescerem mais que proporcionalmente ao aumento da renda (IEI, 1990c, p. 37).

As medidas iniciais do Plano Collor apontavam uma clara mudança de objetivos da política de comércio exterior, voltada agora para o aumento da corrente de comércio externo: "A política de importações implementada a partir do Plano Collor tinha como objetivo expandir o comércio exterior brasileiro, em primeiro lugar, e de forma secundária contribuir para a estabilização dos preços internos. A prioridade do combate à inflação fez com que a hierarquia de objetivos que orientava a política de importações fosse alterada, de forma a priorizar a redução tarifária nos segmentos industriais cujos aumentos de preços mais pressionavam os índices de preços. Disto resultou, desde a posse (...), uma bateria de decretos-lei, com frequência quase semanal, reajustando tarifas para diversos produtos" (IEI, 1990c, p.39).

Entre janeiro e julho de 1990, o principal fator de expansão das importações foi a compra de bens de capital, seguindo-se os bens de consumo duráveis, ao contrário do ocorrido em 1989, quando a liderança nesta área coube aos bens de consumo e às matérias-primas (IEI, 1990c,

p. 41). A partir de agosto apareceram os efeitos da crise no Golfo Pérsico, com a alta do petróleo, mas isto não explica todo o aumento das importações em setembro-outubro. Deve ter pesado também o reaquecimento da economia desde maio-junho e, a partir de meados de setembro, a expectativa de que continuariam as desvalorizações aceleradas que o ECB passou a promover desde 11/9.

A queda das exportações a partir do meio do ano deve ser debitada à valorização cambial e ao corte de incentivos fiscais, e não a cortes de financiamento provocadas por retaliações dos credores externos. Não houve redução da oferta de crédito comercial nem dos adiantamentos de contratos de câmbio - ACC, e sim um aumento da demanda, decorrente de redução dos financiamentos em moeda nacional, cortados com a redução de subsídios e incentivos adotada nesta época (IEI, 1990d, p.32). As exportações sofreram também com o desaquecimento das economias centrais e com a queda de preços de algumas *commodities* agrícolas.

Tanto na adoção da taxa flutuante quanto na liberalização das importações identifica-se claro sentido de continuidade em relação ao processo de desregulamentação do câmbio e abertura comercial que vinha se desenvolvendo desde 1988, de forma lenta e gradual, e que teria continuidade nos anos seguintes. Nas importações, o ponto de partida foi a redução de tarifas e barreiras não-tarifárias em julho de 1988 (IEI, 1990c, p.37); no regime cambial, o processo começou em janeiro de 1989, com a criação do mercado de câmbio flutuante para negociações ligadas a turismo.⁴⁴

Nos dois casos, portanto, as medidas adotadas em março de 1990 e nos meses seguintes não estavam vinculadas especificamente à política de estabilização baseada em um bloqueio da liquidez, nem representavam uma ruptura em relação ao passado recente.⁴⁵

⁴⁴ Para descrição e avaliação do processo de reforma do regime cambial brasileiro a de 1989 a 1993, ver Souza (1993). Para ele, a tônica deste processo "é a liberalização, que pode ser entendida tanto no sentido da maior liberdade de acesso ao mercado de câmbio quanto no sentido de afastamento do governo (Banco Central) do processo de formação da taxa de câmbio. O processo de liberalização, entendido no primeiro sentido, avançou bem mais, e de forma mais linear, do que a liberalização da taxa de câmbio" (p.7).

⁴⁵ Talvez por isto mesmo as medidas de política cambial do Plano Collor tenham despertado pouco interesse a princípio. Um exemplo interessante é a virtual ausência de análises sobre elas na coletânea organizada por Faro (1991a), com textos escritos nos dois meses seguintes ao bloqueio da liquidez.

Onde a equipe do Plano Collor realmente inovou foi no tratamento da dívida externa.⁴⁶ Além de vincular a suspensão da moratória vigente ao andamento das negociações com os credores, anunciou a disposição de subordinar o montante de pagamentos externos à capacidade fiscal do governo e ao equilíbrio macroeconômico desejado. No primeiro momento propôs negociações caso a caso com os credores privados, recusadas em bloco; em seguida buscou um acordo com o FMI e o Clube de Paris antes de qualquer acerto com os bancos privados, proposta que acabou sendo também rechaçada, depois de ter encontrado algum eco no governo norte-americano. Em meados do ano, o FMI endureceu sua posição e passou a exigir do governo brasileiro um acordo imediato os bancos privados, os quais não admitiam negociar sem receber de imediato pelo menos uma parte dos atrasados, o que acabou ocorrendo no final do ano, com a suspensão da moratória.

Na sua fase inicial o governo Collor foi particularmente fiel a seu programa de governo na questão da dívida externa. Meses antes das eleições, as "Diretrizes de Ação do Governo Fernando Collor de Mello" (1989) antecipavam o que seria feito nessa área. Um elemento básico da posição do governo Collor era o conceito de capacidade de pagamento, elaborado na gestão do ministro Dilson Funaro (Veiga, 1993, p.121). Tratava-se de vincular o pagamento de obrigações externas às condições do país, definindo-se o valor a ser desembolsado em função das disponibilidades do Tesouro. Assim, a política econômica deixaria de ser orientada pela necessidade de gerar um determinado montante de recursos requerido pelos pagamentos ao exterior previstos, passando-se a definir o valor a ser pago em função dos recursos que, dentro dos objetivos da política econômica, poderiam ser gerados para esse fim. A citada proposta de governo estipulava em US\$ 5 bilhões o pagamento de juros ao exterior em 1990, valor considerado compatível com o desenho macroeconômico ali proposto.⁴⁷

⁴⁶ Para uma discussão ampla das negociações sobre a dívida externa no período do Plano Collor, Veiga (1993). Há um bom resumo em IEI (1990d, p. 42-55).

⁴⁷ O valor de US\$ 5 bilhões para a remessa de juros ao exterior em 1990 aparece na seção final do programa de governo de Fernando Collor, em meio a um conjunto de metas e estimativas para os anos de 1990 a 1994, em diversas áreas econômicas, sociais e de infra-estrutura. Prevvia-se o mesmo valor de US\$ 5 bilhões para 1991, US\$ 7 bilhões para 1992, US\$ 9 bilhões para 1993 e US\$ 9 bilhões para 1994 (Diretrizes, 1989, p. 125).

Propunha-se também a descentralização das negociações e a retirada do aval da União a créditos em andamento, do setor público e do setor privado, devendo cada devedor negociar com o credor seu caso específico, sob "coordenação" do governo federal. As propostas eram apresentadas como gesto unilateral de um governo legítimo e soberano, expressando uma ruptura com a "subserviência" e uma condição para a integração sobera do país na economia mundial.⁴⁶

As propostas do governo Collor para a dívida externa não estavam vinculadas ao bloqueio da liquidez, não dependiam de que houvesse retenção dos haveres financeiros, e o bloqueio também não dependia de que a dívida externa fosse tratada dessa forma. Qualquer que fosse a natureza das medidas adotadas em março de 1990, seria muito útil obter apoio externo para o ajustamento doméstico, mas seria difícil consegui-lo. O Plano Collor podia atravessar sua fase inicial mantendo a moratória e ganhando tempo, colocando as dificuldades do quadro doméstico como argumento para não retomar os pagamentos nem assumir compromissos definitivos. Pode-se até supor que um acordo provisório

⁴⁶ Depois de uma Introdução, o primeiro capítulo das Diretrizes (1989, p. 6-9), "Reformas Estruturais", começa com as propostas de renegociação da dívida externa: "... sem enfrentar o problema da remessa de divisas e de suas relações com o déficit público é impossível pensar no saneamento do Estado e na libertação do setor privado do jugo da especulação financeira. Tratar a dívida externa com a relevância que merece significa tratá-la de modo subordinado a um projeto nacional que dê conta da recuperação e saneamento moral e financeiro do Estado e que permita que o Brasil se integre autonomamente na economia mundial, sem isolamento e sem subserviência, exportando e importando, incorporando tecnologias modernas, gerando empregos e assegurando a estabilidade econômica. (...) Cabe aqui, em contraposição à docilidade característica de governos de legitimidade duvidosa, adotar uma postura ativa, soberana, que não busque o conflito, mas que não se curve a imposições externas e limitadoras do interesse nacional. Nossa proposta de renegociação da dívida externa parte da premissa de que, nas atuais condições estruturais da economia brasileira, o crescimento é incompatível com a geração de excedentes comerciais da magnitude dos observados nos últimos anos. (...) A tarefa essencial será reduzir o fluxo de remessas relativas ao serviço da dívida, liberando o país do constrangimento de gerar excedentes exportáveis via recessão (...) o superávit comercial deve ser subordinado a uma política de crescimento que contemple os interesses nacionais. Assim, não se trata de saber quanto o país vai poder crescer depois de pagar a dívida, mas quanto será possível pagar depois de garantido o crescimento. (...) Propomos uma ampla renegociação descentralizada, tratada caso a caso, mas balizada pelo governo federal (para o que será necessária a retirada do aval da União de todos os contratos) que coordenará todos os esforços isolados no sentido de adequar o volume de remessa de divisas aos requisitos de crescimento da economia e às condições econômico-financeiras de cada devedor. Com isto será possível a negociação direta entre as entidades devedoras (empresas estatais, governos estaduais e municipais e setor privado) e os bancos credores. Essa medida permitirá que os contratos relativos a projetos inviáveis sejam revistos de acordo com a capacidade de pagamento dos tomadores. Permitirá que os projetos viáveis, públicos e privados, hoje em busca de financiamento, se concretizem. Permitirá que sejam encontradas soluções adequadas à situação específica dos devedores e credores. Da mesma forma, o Banco Central empreenderá todos os esforços em uma profunda renegociação da dívida do setor privado já depositada naquela entidade, buscando tirar proveito da aparente disposição da comunidade financeira internacional em rever as regras atuais de funcionamento do sistema. (...) é preciso ter claro que se trata de um gesto unilateral, ato soberano de um governo legítimo. Representa ainda um convite à negociação e uma clara sinalização de que o Brasil quer crescer e integrar-se soberanamente à economia mundial" (os grifos são do original, CEC).

com o FMI e os credores, envolvendo o pagamento de pequena parte dos atrasados, não iria impedir o êxito do programa de estabilização, ficando o confronto aberto para o momento seguinte, quando o desejado êxito do programa colocaria a equipe econômica e o governo brasileiro em posição bem mais firme para negociar.

A disposição de tratar a dívida externa em novas bases foi muito enfraquecida pelas dificuldades crescentes do Plano Collor. Os problemas internos minaram a posição do governo no confronto com os credores, permitindo-lhes inclusive articular apoios no Brasil para pressionar o Planalto a substituir a equipe econômica. O bloqueio não foi capaz de sustentar uma postura mais autônoma nas negociações sobre a dívida externa, portanto, inclusive por não ter conseguido reduzir de forma significativa a fragilidade cambial do país.

Qualquer que fosse o plano de estabilização em março de 1990, seria conveniente em qualquer caso a manutenção da moratória de alguns pagamentos externos,⁴⁷ em especial juros de credores privados, imposta em julho do ano anterior. Esta providência permitiu a defesa do nível de reservas no tumultuado final do governo Sarney e era muito útil nos momentos iniciais do novo governo. Porém, qualquer que fosse a política de estabilização adotada, seria preciso escolher entre pagar os atrasados ou enfrentar um difícil contencioso com os credores. Vale lembrar que o Eximbank norte-americano rebaixara o Brasil para a categoria de altíssimo risco, semelhante à que vigorou com a moratória de 1987 (Veiga, 1993, p. 123), e o fluxo de recursos com as agências multilaterais continuava negativo (Souza, 1993, p.22).

A retenção dos ativos financeiros não provocou reações adversas no exterior, inclusive porque havia uma posição em geral favorável ao presidente Collor de Mello por haver derrotado nas urnas o candidato

⁴⁷ "Sendo nulas as chances - dentro das circunstâncias políticas e econômicas então vigentes - de reverter, através de medidas de política econômica, as tendências negativas dos fluxos de financiamento oficial e privado e dos investimentos diretos, é forçoso concluir que não restavam alternativas aos responsáveis pela política econômica senão estabelecer restrições aos pagamentos ao exterior. As restrições vieram na forma de uma centralização cambial determinada, em julho de 1989, para um conjunto de pagamentos ao exterior, destacando-se as remessas de lucros e dividendos e as de juros aos credores privados. Com essas providências, o governo logrou deter o esvaziamento de sua carteira de haveres externos e restabelecer o controle sobre o fluxo de caixa em moeda estrangeira. Assim, as reservas internacionais, que haviam declinado do nível de US\$ 7,4 bilhões em março para US\$ 5,6 bilhões em junho, recuperaram-se para US\$ 7,3 bilhões em dezembro, o que foi viabilizado pela acumulação de atrasos nos pagamentos de juros e pela contenção das remessas de lucros e dividendos ao exterior" (Souza, 1993, p. 22-23).

da esquerda. A posição inicial do governo Collor foi ganhar tempo, confiando que bons resultados fiscais facilitariam um acordo com o FMI, tendo-se acertado para junho o envio de uma missão para iniciar as discussões. Ao mesmo tempo, o governo deixou claro que não tinha pressa em começar as negociações com os credores privados. "Nos planos da equipe econômica, a prioridade era buscar uma carta de intenções e um acordo *stand by* com o FMI para reforçar o apoio dos governos do G7. Em seguida, dispondo de um aval do Fundo, a equipe econômica abriria negociações com o Clube de Paris para reescalonar os atrasados. Por fim, como resultado das primeiras duas etapas, o Brasil assinaria um acordo com os bancos privados. A equipe econômica sabia que esse acordo só poderia ser assinado, na melhor das hipóteses, no final do segundo semestre de 1990. A busca de um acordo com o FMI não tinha por objetivo facilitar a negociação com os bancos credores, ao contrário, visava angariar apoio dos países industrializados para postergar o acerto sobre os juros em atraso com os bancos e beneficiar-se das conseqüências práticas da adoção do Plano Brady, que - sob a anuência do Departamento do Tesouro norte-americano, do FMI e dos credores oficiais - procurava desvincular a renegociação com os bancos privados de um programa de ajuste monitorado pelo FMI" (Veiga, 1993, p. 131).

As bases do confronto estavam assim estabelecidas, pois os bancos faziam questão de receber os atrasados antes de qualquer outra coisa, mesmo que fosse um valor pequeno e simbólico, e passaram a pressionar o governo norte-americano, cujo interesse era alcançar um acordo rápido com o governo Collor nos termos do Plano Brady. Para reduzir o clima de confronto, o governo nomeou um embaixador de carreira para cuidar das negociações, Jório Dauster, evitando desgastes da equipe econômica em confrontos com banqueiros e seus representantes. Declarou de público que os benefícios do plano Brady eram insuficientes, embora positivos, e a ministra Zélia reiterou "o interesse brasileiro em sentar à mesa 'rapidamente' com o Fundo, o Clube de Paris e os bancos, assim que estivesse concluída a revisão dos números do orçamento e fosse possível definir as metas do ajuste fiscal. O resultado destas contas indicaria quanto o Brasil precisaria do FMI para pagar os bancos privados" (Veiga, 1993, p. 136).

O sucesso das posições brasileiras "pareceu possível em alguns momentos, a partir de declarações favoráveis ao ajuste macroeconômico em curso pelo diretor técnico do Fundo e, principalmente, em função de determinadas originalidades dos termos do acordo preliminar firmado com a entidade quando da conclusão da Carta de Intenções. Destaca-se aí o não-comprometimento com o pagamento dos atrasados devidos pelo país aos bancos comerciais. Diz a Carta, em seu parágrafo 28: '(...) o Brasil não terá condições de cumprir integralmente as obrigações contratuais relativas aos juros incidentes sobre a dívida de médio e longo prazo do setor público (...)'. Tão inédita quanto alguns termos desta carta foi a quase subsequente declaração dos membros do G7 (...) exigindo uma rápida regularização da situação brasileira no tocante aos juros atrasados junto a bancos comerciais" (IEI, 1990d, p. 43).

As pressões dos governos e dos bancos provocaram o endurecimento da posição do FMI, expresso na recolocação da exigência de avanços nas negociações com os bancos privados como condição para aprovação da carta de intenções. O conflito agravou-se em meados do ano e a partir de setembro aumentaram os sinais de recuo da equipe econômica, até o compromisso de retomar os pagamentos atrasados em dezembro.

O recuo do governo Collor em relação às suas propostas originais seria complementado pela nova equipe econômica, com o ministro Marcílio Marques Moreira: "Depois de ensaiar uma abordagem mais dura com os credores externos, o governo Collor decidiu normalizar rapidamente as relações com a comunidade financeira internacional e aderir aos esquemas convencionais de negociação da dívida externa. Retomou assim, ainda em 1991, as negociações com os bancos comerciais no âmbito do Plano Brady, procurou apoio do FMI a um programa de estabilização - o que obteve em janeiro de 1992 - e, em seguida, em fevereiro, acertou a reestruturação da dívida com as agências governamentais no âmbito do Clube de Paris" (Meyer, 1993, p. 135).

4. CONCLUSÕES

O bloqueio da liquidez dos haveres financeiros, eixo central do Plano Collor, não atingiu seu objetivo maior: impedir que, após a queda brusca da inflação, a remonetização da economia se desse da forma rápida e desordenada que teria levado ao fracasso programas de estabilização anteriores.

O Plano Collor partia da premissa de que o controle da inflação naquele momento exigia um tratamento de choque. A interrupção imediata da alta dos preços, contudo, embora imprescindível, seria insuficiente para assegurar a estabilização. O exemplo dos três choques anteriores demonstrara que fortes pressões inflacionárias tendem a reaparecer com rapidez depois de desinflações abruptas. A tendência de remonetização acelerada que costuma acompanhá-las seria o elemento decisivo para que estas pressões, consideradas inevitáveis naquelas circunstâncias, se transformassem em novo processo inflacionário.

O rápido aumento da demanda por moeda nas desinflações abruptas é uma reversão do processo prévio de substituição da moeda por ativos protegidos da corrosão inflacionária. Além de ser uma tendência quase natural nestas circunstâncias, a remonetização tem aspectos obviamente positivos, permitindo a troca de dívida pública e ativos dolarizados por moeda. A experiência brasileira demonstrara nos anos anteriores, porém, que a remonetização gerava pressões de demanda suficientes para provocar ou permitir o retorno da inflação elevada.

O Plano Collor pretendia superar este problema criando condições para que a oferta da nova moeda (o cruzeiro) fosse mantida sob estrito controle. A remonetização deveria ser "ordenada" e "lenta", de forma a evitar o aquecimento da demanda por bens reais e ativos de risco até que as expectativas tivessem se revertido a favor da estabilização e até que a oferta de bens e serviços pudesse crescer na intensidade necessária para evitar pressões de preços. O instrumento para isto seria o rígido controle sobre a remonetização. A maior parte dos haveres financeiros, contudo, dispunha de liquidez quase imediata. Seus titulares podiam monetizá-los a qualquer momento, sem perdas relevantes. Seria necessário então suspender ou restringir a conversão automática dos haveres financeiros em moeda, bloqueando sua liquidez.

A experiência do Plano Collor demonstrou que o bloqueio da liquidez de haveres financeiros não é um instrumento capaz de viabilizar estes objetivos. Cerca de duas semanas depois do bloqueio o nível de liquidez já permitia alguma recuperação dos ativos de risco e passou a sancionar a transformação das pressões inflacionárias em aumentos de preços significativos. Dois meses após o bloqueio as taxas mensais de inflação se aproximavam de 10%, sustentando a partir daí uma tendência de alta progressiva que se manteve apesar de todos os esforços da política econômica para derrubá-la. A inflação elevada se estenderia pelos anos subseqüentes, até o Plano Real, em meados de 1994, já em um contexto macroeconômico bastante diferente.

A expansão imediata e intensa da base monetária e do M_1 nas duas ou três semanas após o bloqueio atenuou seu forte impacto inicial. O crédito bancário e inter-empresarial pôde se expandir com rapidez, sem pressionar os juros. Verificou-se importante recuperação do comércio em abril e da produção industrial em maio. No mesmo sentido apontam as cotações de mercados de risco. É verdade que a recuperação foi menos intensa que a ocorrida em programas anteriores. Mas as duras medidas do bloqueio foram tomadas para conferir à autoridade econômica um controle muito rigoroso sobre a remonetização, de forma a evitar totalmente a ocorrência de movimentos deste tipo, impedindo reações adversas dos formadores de preços e dos mercados em geral.

A tentativa de estabilização com bloqueio da liquidez durou seis meses, com duas etapas distintas. A primeira durou até meados de maio e foi marcada pela recomposição da liquidez e remonetização em ritmo muito rápido. Em sessenta dias a inflação voltara a 10% ao mês. O medo de uma recessão catastrófica foi substituído pela forte desconfiança de que poderia estar a caminho uma nova explosão inflacionária.

O segundo período foi desenhado para derrubar a inflação herdada dos primeiros dois meses. Sua tônica era uma nova política, anunciada como "ortodoxa", em que se enfatizava o controle da oferta de moeda e a supressão dos instrumentos típicos da convivência com a moeda indexada e com a inflação elevada. O abandono desta política, quatro meses depois, marcou o fim do segundo período e do Plano Collor, dando lugar a uma fase de acomodação que se estenderia até o anúncio de um novo programa de estabilização, no final de janeiro de 1991.

Para a avaliação do bloqueio enquanto política de estabilização, nas condições do Brasil de 1990, duas perguntas básicas deveriam ser respondidas. A primeira pergunta diz respeito à incapacidade de se lograr o desejado controle da remonetização na primeira fase: o retorno rápido e desordenado da liquidez decorreu de erros de gerenciamento do plano ou de limitações inerentes a sua própria natureza? A segunda pergunta diz respeito ao fracasso da política "ortodoxa" da segunda fase: apesar dos insucessos iniciais, o bloqueio teria recuperado as condições para o exercício da política monetária e não se conseguiu fazê-lo por problemas exógenos (choques externos, dificuldades políticas e sociais), ou o bloqueio de fato não conseguiu remover as restrições ao manejo dos instrumentos de política econômica que caracterizavam o período anterior?

Para responder à primeira pergunta, trabalhou-se aqui com duas hipóteses. A primeira admitia que o ritmo em que se expandiu a liquidez era inevitável por conta da própria concepção do plano, da natureza mesma das medidas e das condições da economia brasileira. A segunda hipótese era de que o processo escapou ao controle e se acelerou devido a problemas de gerenciamento do plano (equivocos diversos e impossibilidade de resistir às pressões para afrouxamento das regras iniciais). A avaliação desenvolvida no Capítulo 2 confirmou a primeira hipótese, mostrando um papel secundário para a influência das pressões e equivocos na condução do programa.

Por que a liquidez se recompôs com tanta rapidez e facilidade? A análise do ocorrido nos primeiros sessenta dias do Plano Collor mostra uma clara preponderância de fatores inerentes ao próprio bloqueio da liquidez, e não de equivocos ou liberalidades na sua condução. O "descontrole" do ritmo de expansão da liquidez era inevitável, devido à própria concepção do bloqueio, à natureza mesma das medidas e às condições da economia brasileira.

O momento crítico da volta da liquidez situou-se na passagem de março para abril. Naquela altura ainda não estavam jorrando cruzeiros pelas "torneirinhas", designação atribuída às liberações excepcionais de cruzados novos que vinham sendo autorizadas, em especial o saque de recursos das cadernetas de poupanças dos aposentados e o financiamento da folha de pagamento das empresas. Outra das fontes de remonetização

muito comentadas, a conversão de cruzados por estados e municípios, de forma irregular ou não, mostraram montante pouco significativo.

O descontrole da monetização localizou-se basicamente no sistema bancário. Era inevitável a ocorrência de grande tumulto na atividade dos bancos após o bloqueio, pela impossibilidade de detalhamento das regras operacionais de um plano elaborado em sigilo máximo. Os bancos passaram a operar às cegas, sem conhecer sua posição de caixa. Dado o receio de pânico no caso de algum banco deixar de atender os saques do público, o BCB optou por financiá-los, na medida de sua demanda. Com a disponibilidade de recursos do BCB, os bancos puderam refinarçar as dívidas dos clientes que iam vencendo e expandir o crédito.

Um planejamento mais cuidadoso e eficaz do bloqueio, de forma a evitar a perda de controle do BCB sobre o sistema bancário, não teria evitado a ocorrência de problemas semelhantes. Se não tivesse havido financiamento involuntário, provocado pelo descontrole, os bancos teriam que receber financiamento voluntário do BCB, a menos que se impedisse o saque dos cruzeiros liberados para o público. Neste caso, porém, para afastar a ameaça de uma crise de confiança, a economia teria que ser monetizada de alguma outra forma. Esta necessidade iria se impor também pela ameaça de virtual paralisa dos negócios, como nos primeiros dias após o anúncio do Plano Collor. No programa alemão de 1948, a disponibilidade inicial de apenas 60 marcos por indivíduo foi ampliada por dotações iniciais expressivas para empresas públicas e governos subnacionais.

A exemplo do ocorrido em outros programas, o Plano Collor não provocou o temido repúdio das aplicações financeiras. Nas primeiras semanas após o bloqueio já se verificava grande movimento de abertura de novas cadernetas de poupança e os bancos em nenhum momento tiveram dificuldades para captar depósitos. A participação da moeda manual no M_1 cresceu nas primeiras duas a três semanas depois do bloqueio, mas logo retornou aos níveis anteriores, podendo ser atribuída muito mais às dificuldades operacionais dos bancos do que a uma desconfiança no sistema financeiro.

Outra fonte de descontrole da liquidez no Plano Collor foi a combinação entre uso de cruzados retidos para pagamento de impostos e sua transferência entre o público para liquidar obrigações anteriores

ao bloqueio. Estas duas regras do plano mantiveram em certa medida a condição de meio de pagamento da moeda bloqueada. Não teria sido simples, porém, proibir que os saldos retidos pudessem ser utilizados desta forma. Haveria drástica alteração nas relações de débito e crédito entre os agentes econômicos e forte contração das receitas fiscais, colocando a necessidade de serem acionados outros mecanismos de expansão da liquidez.

O exame do processo de remonetização nas primeiras semanas após o Plano Collor demonstra que o bloqueio da liquidez não permite que este processo seja adequadamente controlado, conforme se pretendia com as medidas tomadas. Trata-se portanto de um instrumento inadequado para enfrentar os problemas decorrentes da rápida monetização que acompanha a brusca interrupção de inflações elevadas.

A volta da inflação após o bloqueio começou com pressões fortes, mas localizadas em alguns itens. Tinham origem em choques de oferta e em tentativas de recuperação de preços que haviam acumulado defasagens expressivas com a forte aceleração inflacionária do período anterior. As pressões só se transformaram em altas de preços quando as condições de liquidez o permitiram, a partir da primeira quinzena de abril. A queda da oferta causada pelos impactos do bloqueio pode ter contribuído para que estes movimentos ainda localizados ganhassem maior força, mas não há evidências claras neste sentido.

Em meados de maio o Plano Collor ingressou em sua segunda fase. A ênfase deslocou-se para a política monetária, concentrada no controle quantitativo da moeda por meio de instrumentos tradicionais. O bloqueio da liquidez teria restabelecido as condições para que o BCB pudesse desenvolver uma política monetária desta natureza, o que enfim asseguraria o controle da inflação. Mais uma vez as expectativas foram frustradas. O patamar da inflação continuou se elevando e as políticas "ortodoxas" acabaram sofrendo uma brusca reversão em agosto-setembro, momento que assinalou o fim do Plano Collor e a reacomodação da política econômica à convivência com a inflação elevada.

Além de não conseguir sustentar a queda imediata da inflação, portanto, o bloqueio da liquidez também não conseguiu criar a situação ideal para um enfrentamento posterior em condições substancialmente melhores. O Plano Collor enfrentava restrições semelhantes às que

havia contribuído decisivamente para a derrota de programas anteriores. Além do conjunto formado pela liquidez dos haveres financeiros, precárias condições de financiamento da dívida pública mobiliária e tendência de monetização acelerada com explosão de demanda após uma desinflação brusca, preocupação precípua do bloqueio, havia o quadro externo desfavorável, as dificuldades fiscais e a elevada liquidez das grandes empresas.

Nas três questões, o bloqueio da liquidez não tinha como reverter por si mesmo o quadro adverso, ou pelo menos não tinha condições de fazê-lo numa escala tal que facilitasse efetivamente o seu sucesso. O bloqueio não foi capaz de resistir às tensões decorrentes destas restrições e não tinha como eliminá-las ou contorná-las a partir dos seus próprios efeitos.

Embora haja poucos dados para uma análise mais segura, é possível afirmar que as grandes empresas enfrentaram os efeitos do bloqueio da liquidez recorrendo ao crédito bancário, inclusive para assim financiar por conta própria clientes e fornecedores. Esta reação foi muito facilitada pelo baixo endividamento que vinham procurando manter nos anos anteriores.

Os constrangimentos na área cambial continuaram pesando sobre a política econômica e foram decisivos para a desconcertante mudança de rumos em meados de setembro e a megadesvalorização do cruzeiro nos meses seguintes. As restrições herdadas da crise da dívida externa continuavam presentes e dificultavam que a política cambial pudesse ser conduzida exclusivamente de acordo com as necessidades da política de estabilização. O esforço de alterar favoravelmente as condições de negociação da dívida externa não alcançaram o êxito pretendido.

A reversão de expectativas provocada pela desvalorização acelerada do câmbio a partir de meados de setembro não pode ser responsabilizada pelo malogro do Plano Collor. Ao contrário, a guinada na política cambial em setembro teve que ser feita porque havia um sério risco de grave crise cambial, ameaça que as medidas do programa não tinham como reverter. A valorização do câmbio em agosto havia criado, inclusive, expectativas de que o governo poderia sustentar uma posição mais dura neste terreno, reduzindo a disposição dos

exportadores de bancar posições e reduzir os negócios para obrigar o governo a ceder.

Não se deve concluir que o bloqueio da liquidez tenha falhado inteiramente, que não tenha conseguido facilitar a tarefa de programas de estabilização posteriores. Destaca-se neste sentido a área fiscal, em que as medidas de março de 1990 geraram um alívio prolongado, embora insuficiente para sustentar por si mesmo um programa exitoso de combate à inflação. A melhoria das contas públicas a partir do Plano Collor facilitou a preparação do Plano Real, embora o fator decisivo para seu êxito tenha sido a radical transformação do quadro externo.

Contudo, excetuando-se a redução dos encargos da dívida pública, apenas parte dos resultados favoráveis obtidos na área fiscal deve ser creditada ao bloqueio da liquidez. Os ganhos na arrecadação tributária decorreram de medidas que poderiam ser adotadas sem o bloqueio, da mesma forma que as providências para a redução das despesas.

De forma geral, portanto, o bloqueio não foi capaz de resistir às tensões decorrentes destas restrições e não tinha como eliminá-las ou contorná-las a partir dos seus próprios efeitos. Ficou demonstrado que, "nas condições da economia brasileira, uma reforma monetária em si não conduzirá nem à estabilização nem ao crescimento" (Braga, 1992, p. 114). É certo que o bloqueio teria condições de êxito muito melhores se não houvesse tantos e tão fortes constrangimentos. Neste caso, porém, seria bem menos justificável a adoção de medidas tão radicais quanto as de março de 1990, pois seria maior a possibilidade de sucesso de programas menos traumáticos.

O Plano Collor teve desempenho assemelhado ao da maioria dos programas com bloqueio da liquidez em outros países: pouca eficácia na estabilização monetária e efeitos relevantes em outras questões. Nas experiências anteriores, os resultados antiinflacionários alcançados pelos bloqueios da liquidez foram em geral modestos. A hiperinflação foi controlada na Argentina de 1990, mas não de imediato, e a inflação elevada perdurou por mais de um ano. Nos programas ocorridos na Europa e na Ásia depois das duas grandes guerras, os bloqueios viabilizaram objetivos variados, mas poucas vezes a estabilização monetária esteve entre eles. Houve exceções, em especial a Alemanha de 1948. Neste caso, porém, o sucesso do bloqueio vinculou-se diretamente à rápida e

intensa elevação da atividade econômica e da oferta de moeda, que passara a ser vista como confiável. Um programa de rápida e intensa remonetização e crescimento acelerado, porém, era exatamente o oposto do que se pretendia no Brasil de 1990.

A concepção do Plano Collor não foi influenciada pelos programas que incluíram o bloqueio da liquidez no passado. Contudo, a proposta de bloqueio da liquidez no Brasil de 1990 não surgiu do nada, não foi uma fórmula inventada ao acaso, sob pressão de um momento muito difícil. As raízes do bloqueio se encontram no debate econômico brasileiro da segunda parte dos anos oitenta, na discussão sobre as causas do malogro dos três choques do governo Sarney e sobre as dificuldades para o controle da inflação. Além do problema da remonetização em desinflações abruptas, o Plano Collor foi diretamente influenciado pelas preocupações quanto às implicações da dívida pública mobiliária e da elevada liquidez dos haveres financeiros, ou moeda indexada.

A experiência do bloqueio demonstrou a enorme dificuldade e mesmo a impossibilidade de se separar a moeda especulativa e a moeda necessária ao giro dos negócios, dentro do conjunto formado pela moeda indexada e pela moeda convencional. É correto postular que o desejado controle da monetização falhou em grande parte por este motivo. Um dos fundamentos do Plano Collor era a convicção de que, com o bloqueio da liquidez, o BCB recuperaria o controle da oferta de moeda e poderia ordenar a remonetização de forma a separar a moeda demandada para transações e a moeda demandada para especulação.

Na concepção do programa e nas análises sobre suas dificuldades, a separação apareceu sob dois enfoques diferentes, mas com base comum. Um era quantitativo: tratava-se de dosar o volume de cruzeiros a ser introduzido no sistema, de maneira que o público tivesse acesso apenas à quantidade de moeda necessária para transações, sem provocar efeitos recessivos nem permitir movimentos especulativos. O outro enfoque era qualitativo: assegurar que a reintrodução da liquidez se desse através do "circuito industrial" e não do "circuito financeiro", de modo a impedir o restabelecimento do quadro anterior ao bloqueio.

O primeiro enfoque prevaleceu na formulação do programa e dominou as avaliações sobre suas dificuldades, geralmente atribuídas à perda

do controle sobre o ritmo de crescimento da liquidez após o bloqueio. A preponderância desse diagnóstico na equipe econômica se tornou ainda mais claro no desenho da segunda fase do programa (maio a setembro), voltada toda ela para a retomada do controle quantitativo sobre a oferta de moeda e para a reversão de fatores de descontrole da fase inicial. É o caso por excelência das pressões sobre os bancos para que cobrissem com cruzeiros débitos pendentes nas linhas de financiamento para cobertura de insuficiências em cruzados novos.

Embora tenha alcançado divulgação bem menor, ficando praticamente limitado a textos de Belluzzo e Almeida (1990, 1991), o segundo enfoque é mais abrangente, inclusive por englobar o primeiro, e permite que se compreenda melhor o que se esperava da pretendida separação entre os dois tipos de demanda por moeda ou entre os dois circuitos monetários depois do bloqueio da liquidez.

Apresentando as condições para o sucesso de sua própria proposta de reforma monetária, Belluzzo e Almeida (1990, p.75) enfatizavam que "a política monetária deverá (...) garantir as provisões de moeda a partir da demanda formada pela ampliação da circulação industrial mas, ao mesmo tempo, recusar-se a sancionar pressões para que se amplie a circulação financeira, dado que o movimento financeiro nesse período terá (...) caráter eminentemente especulativo".

A tese foi retomada nas avaliações do Plano Collor. Elogiando a reforma alemã de 1948 "por ter seguido sistemática mais cautelosa de reintrodução da moeda na economia, (...) exclusivamente através dos agentes - empresas e trabalhadores - protagonistas da produção e da circulação industrial", Belluzzo e Almeida (1991, p.81-85) criticam a reintrodução da liquidez a partir de percentuais iguais para todo titular de cada ativo bloqueado em março de 1990, com o que se teria dotado "o circuito financeiro de uma liquidez que, em face da queda generalizada das cotações logo após o plano em todos os mercados de ativos (...), pôde ser prontamente reconstituída. (...) Implicitamente, uma outra hipótese teria sido incorporada na formulação da Reforma: através do sistema bancário seria reconstituída a distribuição da liquidez adequada ao funcionamento do sistema econômico dentro do parâmetro de oferta monetária definido *a priori*".

Para eles, o problema básico da remonetização teria sido o fato de ela não ter se realizado através da "circulação industrial", e sim do sistema bancário: "A forma (não o volume) como a moeda foi reintroduzida na economia é que, a nosso ver, geraria problemas para a preservação da estabilidade". O descontrole inicial se explicaria pela sabotagem dos bancos, interessados em restabelecer o circuito financeiro, para o que dificultavam o saque dos cruzeiros liberados para emprestá-los a juros muito altos e mantê-los na circulação financeira: "As brechas (...) foram responsáveis principalmente por problemas de distribuição da liquidez entre os circuitos industrial e financeiro; (...) salvo uma parcela (destinada ao pagamento de salários do mês de abril), tampouco a outra parte dos recursos convertidos dirigiu-se à circulação industrial". E colocam uma alternativa, inspirada na Alemanha de 1948: os problemas operacionais "poderiam ter sido minimizados pelo governo se fixasse desde o início, como regra para desbloqueio de cruzados novos retidos, o pagamento da folha salarial de abril" (Belluzzo e Almeida, 1990, p. 81-85).

Toda essa argumentação é bastante questionável, especialmente nas condições específicas da economia brasileira do fim dos anos oitenta.

A separação dos dois circuitos em economias estáveis e de elevado desenvolvimento financeiro pode ser entendida como a distinção bem delimitada entre um mercado monetário, no qual circulam recursos de liquidez alta ou quase total, e o mercado financeiro em sentido mais amplo, no qual circulam recursos de médio e longo prazo, vinculados ao financiamento da inversão produtiva.

A divisão é questionável em qualquer economia contemporânea, como defende Braga (1995, p.39): "O dinheiro na circulação financeira e na circulação industrial não mais deve ser pensado como relacionado a dois circuitos separados, como no passado, mas, ao contrário, ambos devem ser considerados como domínios altamente conexos no que tange à geração e à gestão da liquidez, com conseqüências tanto eventualmente virtuosas (produtivismo) quanto viciosas (a especulação)".

No Brasil de 1990 essa distinção não existia e era impossível criá-la com a rapidez requerida por um programa de estabilização de choque. O montante de haveres financeiros havia se reduzido bastante depois de muitos anos de inflação alta e de inúmeros distúrbios

macroeconômicos. O "dinheiro de curto prazo" tornara-se praticamente o mesmo do capital de giro das empresas e da poupança dos indivíduos. Não era possível distingui-los e separá-los no movimento corrente de um sistema financeiro sofisticado e que concentrava a maior parte das transações e dos pagamentos da economia.

Estimulados pelos ganhos excepcionais propiciados pela inflação e pelo giro da dívida pública, o sistema bancário e o conjunto de instituições financeiras haviam-se sofisticado bastante, alcançando elevada capacidade de arbitragem e de transformação de haveres financeiros de acordo com suas conveniências. Qualquer dinheiro introduzido no sistema seria drenado para os bancos e usado por eles para expandir o crédito e a circulação financeira.

No Brasil da época do Plano Collor, os dois "circuitos" não se distinguiam na prática do sistema econômico. A moeda que neles circulava era a mesma. O que poderia mudar era a motivação de cada agente econômico em diferentes momentos. Esta conclusão é reforçada quando se observa que em maio e junho de 1990, os bancos recolheram ao BCB um montante de cruzados equivalente a quase à base monetária em abril. Estes cruzados deveriam ter sido recolhidos logo após o bloqueio e não o foram, permanecendo no sistema econômico. Por aí se verifica a impossibilidade de aplicação rigorosa das regras do bloqueio. O BCB teria que ser condescendente, quisesse ou não. E teria que dosar milimetricamente a monetização, sempre com o risco de que o acúmulo de tensões e problemas nas agências bancárias precipitasse ondas de desconfiança que elevariam a demanda do público por moeda e inviabilizariam o controle rigoroso da oferta da nova moeda.

O exemplo da reforma alemã de 1948 reforça estas conclusões. A remonetização ali não se fez apenas pela liberação para pagamento de salários. Houve elevada dotação para órgãos públicos e governos subnacionais, permitindo-lhes realizar pagamentos vários e colocar o novo dinheiro em circulação com rapidez. O sistema bancário foi alimentado dessa forma, havendo forte expansão do crédito de imediato. Além disto, os bancos receberam também créditos junto ao banco central que poderiam ser usados para atender à demanda de moeda do público, já que os títulos públicos de seu ativo haviam sido cancelados.

A diferença relevante do caso alemão deve ser buscada não na oferta de recursos aos bancos, mas sim nos determinantes da demanda de crédito pelo público nos momentos iniciais do programa. Por este motivo é que a nova moeda terminou por alimentar o investimento, e não porque estivesse fora do circuito financeiro ou bancário. Produzir tal efeito sobre a natureza da demanda de crédito dos agentes econômicos estava fora do alcance da política de estabilização na conjuntura brasileira daquele momento.

A proposta de separar os circuitos e confinar a oferta de moeda ao motivo transação suporia uma intervenção rigorosa na atividade do sistema financeiro. Seria preciso, no mínimo, suspender a troca livre de reservas no mercado interbancário, regular o crédito de cada banco e impor o recolhimento compulsório de 100% do aumento de quaisquer depósitos, como sugerido por Belluzzo e Almeida (1990, p. 75). Nesse elenco de medidas reaparece o enfoque quantitativo: limitar de forma rigorosa a capacidade dos bancos de criar moeda pela expansão do crédito e manter sob controle a liquidez de cada banco, de forma a não haver saldos disponíveis para realimentar o "circuito especulativo".

O questionamento imediato a tais propostas aponta as dificuldades consideráveis que seriam colocadas para sua implementação com o quadro de descontrole e desorganização do sistema financeiro, praticamente inevitável depois de um bloqueio da liquidez preparado em segredo por um pequeno grupo, como se verificou no Plano Collor. Em março de 1990, as dificuldades dos bancos para conhecer sua própria posição de caixa dificultava o atendimento até dos resgates de cruzeiros liberados nas contas correntes. Na dúvida sobre o que estaria ocorrendo de fato em cada banco, o governo optou naquele momento por relaxar as restrições e ampliar o financiamento ao sistema bancário.

Embora esse desfecho seja o mais provável para qualquer programa com bloqueio da liquidez, para ampliar a análise da proposta admita-se a possibilidade de o descontrole ser evitado, por uma preparação eficiente ou por um desenho mais simples (sem contas movimentáveis na moeda retida, por exemplo). O problema passa a ser então o seguinte: existe uma quantidade ideal de moeda que seja pequena o bastante para impedir o surgimento de "sobras" não utilizadas para transações e, se existe, é possível mantê-la?

Qual seria o volume ideal? Pouco mais que o verificado na primeira semana do Plano Collor e muito menos que o existente um mês depois, por exemplo. Nesse caso, seria inevitável uma forte tendência recessiva, seguindo-se vigorosas pressões pelo relaxamento das medidas, dificultando muito o gerenciamento dessa quantidade ideal de moeda e de crédito, mesmo estando o sistema bancário sob controle. Se a opção fosse o relaxamento, seria muito difícil impedir que a moeda "emitida a mais" não fosse alimentar o temido circuito especulativo.

O problema maior reside, portanto, na suposição implícita de que a economia poderia operar com um volume de moeda muito baixo, capaz de impedir a volta dos movimentos especulativos do passado sem provocar uma recessão insuportável. A experiência de março de 1990 aponta para a impossibilidade de se encontrar este "ponto de equilíbrio".

Partes consideráveis dos recursos bloqueados eram de fato moeda de transação e a economia não tinha como funcionar sem utilizá-los, mas eles eram também os recursos que alimentavam o giro do mercado financeiro, concentrado nas operações de curtíssimo prazo em que se misturavam a maior parte dos haveres financeiros da economia. Uma prova disto pode ter sido o impacto recessivo do momento inicial do bloqueio, capaz de gerar uma queda da produção inédita e brutal. Embora parte da queda deva ser atribuída a expectativas desfavoráveis e não à escassez de moeda, a contração monetária contribuiu decisivamente para uma verdadeira paralisia dos negócios. Outra prova foi o elevado montante de cruzados que os bancos não poderiam ter recolhido, já comentado.

Assim, e paradoxalmente, se essa "separação" fosse absolutamente indispensável à estabilização, o modelo de "bloqueio da liquidez" seria pouco indicado, já que não seria capaz de produzi-la.

Pelo mesmo motivo é incorreto supor que os problemas teriam sido evitados ou reduzidos se o uso dos cruzados retidos ficasse vinculado a gastos em investimentos produtivos. Os problemas de descontrole do ritmo de remonetização inicial não seriam afetados por uma norma desta natureza. Se não fosse possível controlar o sistema bancário, haveria o retorno desordenado da liquidez; se o controle fosse possível, o BCB teria que financiar os bancos, como discutido. A economia não poderia ficar parada durante semanas, à espera de decisões de investimento,

cada vez mais arriscadas se o colapso da liquidez e a paralisia dos negócios se estendesse por um período longo. Vincular as liberações às decisões de investimento, portanto, poderia ser de grande importância em um segundo momento, quando as expectativas tivessem se alterado de forma consistente, mas não no início de um programa de choque.

As dificuldades enfrentadas na segunda fase do Plano Collor, a partir de meados de maio, demonstraram que o bloqueio da liquidez não conseguira remover os obstáculos à estabilização, ou pelo menos não o fizera de forma significativa, como discutido antes.

Eram portanto exageradas as expectativas quanto ao êxito das medidas monetárias anunciadas em maio-junho, especialmente o fim da zeragem automática. A crítica à zeragem atribuía a este procedimento grande responsabilidade pelos problemas da política monetária nos anos oitenta. A divulgação do conhecido texto de Pastore (1991), logo após o bloqueio, aumentou a ênfase nesta questão. O fim da zeragem foi um dos elementos mais ressaltados no anúncio da segunda fase do Plano Collor, como sinal indiscutível de que enfim se havia recuperado a capacidade de operar livremente a política monetária.

Suspensa a zeragem no final de maio, o BCB teve que enfrentar os problemas característicos da alta inflação com expectativas instáveis. Havia uma firme demanda por moeda indexada e os bancos não tinham como atendê-la se não pudessem lastreá-la com títulos públicos que oferecessem rentabilidade compatível com os juros do *overnight*, sob pena de grandes prejuízos no seu financiamento diário. Contudo, a nova política monetária pretendia exatamente ampliar a flutuação dos juros, de acordo com o nível de liquidez e com a demanda do público por moeda. Na prática o BCB teve de continuar atuando de forma quase ininterrupta junto às instituições financeiras, comprando e vendendo títulos públicos de suas carteiras para evitar prejuízos com as oscilações dos juros do *overnight*.

O problema que se apontava na zeragem automática estava reposto na prática. O BCB continuou operando intensamente com as instituições financeiras. Ao invés de realizar operações "compromissadas", fazia operações de compra e venda. Faltavam apenas os compromissos formais de recompra ou revenda. Na prática, porém, o sistema se apoiava no compromisso informal do BCB de regular os juros e o nível de liquidez,

da mesma forma que antes. O resultado era muito próximo ao que ocorria com a zeragem automática: a cada flutuação dos juros, o BCB comprava títulos dos bancos, ou vendia novos papéis, ajustando a liquidez e reduzindo os riscos do sistema financeiro.

Confirmou-se que a zeragem automática representava pouco mais que uma adaptação da atividade prática do BCB aos problemas da política monetária em um regime de inflação elevada, expectativas voláteis e fortes pressões fiscais e cambiais (ver a respeito Carvalho, 1993, e Ramalho, 1995). A suspensão da zeragem, contudo, implicaria também a opção por um regime de política monetária que admitiria oscilações bem mais fortes dos juros nominais e reais. Nas condições de instabilidade então prevalecentes, tais oscilações representavam um elemento a mais de incerteza, sem vantagens significativas em troca.

Estas reflexões tornam ainda mais difícil o questionamento sobre a existência de alternativas melhores que o bloqueio da liquidez naquelas circunstâncias. Esta discussão ultrapassa em muito os limites deste trabalho. A pesquisa desenvolvida permite apenas duas afirmações seguras neste terreno.

A primeira é de que o Plano Collor procurou enfrentar problemas reais e de equacionamento bastante difícil. A experiência dos choques do governo Sarney já o demonstrara e o debate econômico brasileiro dispensava-lhes crescente atenção. Um dos principais formuladores do Plano Real, Bacha (1995), reconheceria estes problemas anos depois, chegando mesmo a afirmar que o recurso a medidas semelhantes só pôde ser evitado pela confortável posição cambial existente em 1993-94.

A segunda é de que não bastaria uma afirmação clara do presidente eleito no sentido de que respeitaria os haveres financeiros para que os problemas se reduzissem de forma substancial. Anos depois, Simonsen (1995, p. 110) resumiria esta convicção: "A inflação realmente se acelerou a partir do final de 1989 em decorrência da crise de confiança que se alastrou pelos títulos públicos nas proximidades da posse do novo governo. Bastava restaurar a confiança pela afirmação de que a dívida federal continuaria a ser honrada pontualmente, e a velocidade de circulação dos ativos financeiros cairia abruptamente, abrindo confortável espaço para um programa de estabilização".

Por mais convincente que fossem as declarações tranquilizadoras do novo presidente, dificilmente uma grande parte dos detentores de aplicações financeiras deixaria de desconfiar que se tratava apenas de uma jogada para evitar a corrida e o pânico ao se aproximar a posse. Os problemas eram graves e a opinião pública sabia disto. A fragilidade externa eliminava as possibilidades de haver apoio cambial para qualquer programa de estabilização. Também não havia perspectivas de ser equacionada de imediato a fragilidade fiscal e financeira do setor público. E estava bem viva a memória das derrotas sucessivas dos programas de estabilização anteriores. Declarações enfáticas de Collor poderiam ter conseguido segurar a inflação na faixa de 40% a 50% ao mês, mas não há motivos para se acreditar que se pudesse conseguir algo além de um simples adiamento dos problemas mais graves.

A demonstração de que o bloqueio da liquidez não tinha condições de resolver os problemas não teve a pretensão de responder ao inquietante questionamento sobre o que deveria ser feito naqueles momentos difíceis.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- Agroanalysis*, diversos números. Rio de Janeiro, FGV/IBRE/GEA.
- Amadeo, Edward e Franco, Gustavo (1991). "Inflação e Preços Relativos no Plano Collor: Avaliação e Perspectivas". *Revista Brasileira de Economia*, 45(4), 593-609.
- Análise Financeira* (1992). *Taxas de Juros no Brasil*. Edição especial.
- Andima (s/d). "Retrospectiva 1990". Rio de Janeiro, Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto, 88 p.
- Andrei, Cristian; Sampaio, Fernando A. e Novais, Luis F. (1990). "As Grandes Empresas de 1990 a 1992". São Paulo, Fundap/IESP, mimeo., nov., 138 p.
- Appy, Bernard (1993). "Questão Fiscal: Crise e Concentração de Renda". In: *Crise Brasileira Anos Oitenta e Governo Collor*. São Paulo, Instituto Cajamar, co-edição com DESEP/CUT, p. 7-82.
- Arce, Horacio (1993). "El Bimonetarismo de la Ley de Convertibilidad Argentina de 1991". *Monetaria*, ene-mar, p. 79-110.
- Arida, P. (org.) (1986) *Inflação Zero: Brasil, Argentina e Israel*. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 12ª ed., 96 p.
- Arida, Persio e Lara-Resende, André (1986). "Inflação Inercial e Reforma Monetária". In: Arida (org.), *op. cit.*, p. 9-35.
- Bacha, Edmar (1994). "O Fisco e a Inflação: Uma Interpretação do Caso Brasileiro". *Revista de Economia Política*, v. 14, n.1 (53), jan./mar., p. 5-17.
- Bacha, Edmar L. (1995). "Plano Real: Uma Avaliação Preliminar". Rio de Janeiro, *Revista do BNDES*, v.2(3), jun, p. 3-26
- Baer, Monica (1993). *O Rumo Perdido. A Crise Fiscal e Financeira do Estado Brasileiro*. São Paulo, Paz e Terra, 213 p.
- Barbosa, Fabio e Giambiagi, Fabio (1995). "O Ajuste Fiscal de 1990-93: Uma Análise Retrospectiva". *Revista Brasileira de Economia*, 49(3), jul./set., p. 521-543.
- Barros de Castro, Antônio (1991). "O Plano como Resposta e Trégua". In: Faro (org.) (1991a), p. 175-179.
- BCB (1991a). *Brasil Programa Econômico*. Banco Central do Brasil, jun.
- BCB (1991b). *Estatísticas Básicas do Mercado Financeiro e de Capitais*. Banco Central do Brasil, Dinor/Deasf/Diafi.
- BCB (1991c). *Nota para a Imprensa*. Banco Central do Brasil, abril.

- BCB (1991d). *Relatório Anual de 1990*. Banco Central do Brasil, Depec.
- BCB (1992a). *Boletim Mensal*. Banco Central do Brasil, Depec, v.28,7-9, jul-set.
- BCB (1992b). *Sistema Financeiro da Habitação - SBPE. Estatísticas Básicas*. Banco Central do Brasil, Dinor/Deasf/Dihab.
- BCB (1994). *Nota para a Imprensa*. Banco Central do Brasil. jan.
- Belluzzo, Luiz G. M. e Almeida, Júlio S. G. (1990). "Crise e Reforma Monetária no Brasil". *São Paulo em Perspectiva*, 4(1), p. 63-75, jan/mar.
- Belluzzo, Luiz G. M. e Almeida, Júlio S. G. (1991). *Crise e Reforma Financeira no Brasil*. Cópia xerografada dos originais.
- Belluzzo, Luiz G. M. e Almeida, Júlio S. G. (1992). "A Crise da Dívida e suas Repercussões sobre a Economia Brasileira". In: Batista Jr., Paulo N. e Belluzzo, Luiz G. M. (orgs.), *A Luta pela Sobrevivência da Moeda Nacional*. São Paulo, Paz e Terra, p. 25-50.
- Bodin de Moraes, Pedro (1988). "Keynes, Sargent e o Papel da Política Monetária em um Programa de Estabilização". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 18(1), abr., p. 145-160.
- Bodin de Moraes, Pedro (1989). "Dívida interna dá sinal de alarme". *Jornal do Brasil*.
- Bodin de Moraes, Pedro (1990a). "Política Monetária e Oferta de Crédito Durante o Plano Cruzado". *Revista Brasileira de Economia*, v.44 (1), jan./mar., p.21-33.
- Bodin de Moraes, Pedro (1990b). "A Condução da Política Monetária durante o Plano Cruzado". *Revista de Economia Política*, 10, 2(38), abr/jun, p. 33-52.
- Braga, José Carlos de S. (1992). "É Melhor Seguir o Que Deu Certo". *São Paulo, Exame*, 2/9, p. 114.
- Braga, José Carlos de S. (1995). "Economia Política da Dinâmica Capitalista". Campinas, IE/Unicamp, TD 51, set,44 p.
- Bresciani-Turroni, C. (1989) *A Economia da Inflação*. Rio de Janeiro, Expressão e Cultura, 236 p.
- Bresser Pereira, Luiz C. (1987). Pronunciamento no anúncio do plano de estabilização, em 12/6/87. In: *Revista de Economia Política*, v.8, 4(28), out/dez.
- Bresser Pereira, Luiz C. (1991). *Os Tempos Heróicos e Collor e Zélia*. São Paulo, Livraria Nobel, 98 p.

- Bresser Pereira, Luiz C. (1992) "A Lógica Perversa da Estagnação: Dívida, Déficit e Inflação no Brasil". In: Batista Jr., Paulo N. e Belluzzo, Luiz G. M. (orgs.), *A Luta pela Sobrevivência da Moeda Nacional*. São Paulo, Paz e Terra, p. 91-125.
- Bresser Pereira, Luiz C. e Nakano, Yoshiaki (1991a). "Resíduo Inflacionário Pós-Congelamento e Política Monetária". In: Faro (org.) (1991b), p. 149-157.
- Bresser Pereira, Luiz C. e Nakano, Yoshiaki (1991b). "Hiperinflação e Estabilização no Brasil: o Primeiro Plano Collor". *Revista de Economia Política*, 11, 4(44), out/dez, 89-114.
- Camargo, José Márcio e Ramos, Carlos Alberto (1988). *A Revolução Indesejada*. Rio de Janeiro, Campus, 79 p.
- Canavese, Alfredo J. (1992). "Hiperinflation and Convertibility Based Stabilization in Argentina". Buenos Aires, Instituto Torcuato Di Tella, mimeo., 27 p.
- Carneiro, Dionísio e Goldfajn, Ilan (1991). "Reforma Monetária: Prós e Contras do Mercado Secundário". In: Faro (org.) (1991a), p.205-222.
- Carneiro, Ricardo (1987). "A Trajetória do Plano Cruzado". In: Carneiro, Ricardo (org.), *A Política Econômica do Cruzado*. São Paulo, Biental - Editora da Unicamp, p. 1-40.
- Carvalho, Carlos E. (1992). "Liquidez e Choques Antiinflacionários". In: Batista Jr., Paulo N. e Belluzzo, Luiz G. M. (orgs.), *A Luta pela Sobrevivência da Moeda Nacional*. São Paulo, Paz e Terra, p.126-203.
- Carvalho, Carlos E. (1995). "Bancos e Inflação no Brasil. Comentários depois do Plano Real". São Paulo, Fundap/Iesp, mimeo., 30 p.
- Carvalho, Carlos E. et alii (1989). "Dívida Interna e Sistema Bancário". In: *PT: Um Projeto para o Brasil*. São Paulo, Editora Brasiliense, p. 93-125.
- Castro, Paulo Rabello de, e Ronci, Márcio. (1991). "A Equação Monetária: O Equívoco Central do Plano Collor". In: Faro (org.) (1991a), p. 232-237.
- Cysne, Rubens P. (1991). "Plano Collor: Contrafactualidade e Sugestões sobre a Condução da Política Monetária Fiscal". In: Faro (org.) (1991a), p. 382-395.
- Dall'Acqua, Fernando M. (1990). "A Reforma Monetária de 1948 na Alemanha". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 20(1), abr., 141-160.
- Damill, Mario e Frenkel, Roberto (1990). *Hiperinflación en Argentina: 1989-1990*. Buenos Aires, CEDES, série Documentos, n. 62.

- Damill, Mario e Frenkel, Roberto (1991). "Hiperinflación y Estabilización: La Experiencia Reciente". In: Rozenwurcel, Guillermo (comp.), *Elecciones y Política Económica en América Latina*. Buenos Aires, Editorial Tesis/CEDES, p. 1-82.
- De Cecco, Marcello (1990). "The Italian Debt Conversion of 1906". In: Dornbusch, R. e M. Draghi, eds. *Public Debt Management: Theory and History*. Cambridge, Cambridge University Press, p.263-292.
- Diretrizes de Ação do Governo Fernando Collor de Mello* (1989). Brasília, xerocopiado, 130 p.
- Durán, Viviana e Collar, Diana (1995). "Las Políticas Fiscales en Argentina: 1985-1992". Santiago de Chile, CEPAL/PNUD, Serie Política Fiscal 65, 78 p.
- Eichengreen, Barry (1990). "The Capital Levy in Theory and Practice". In: Dornbusch and Draghi (orgs.), *Public Debt Management: Theory and History*. Cambridge, Cambridge for Economic Policy Research, p. 191-228.
- Emmer, R. (1955) "West German Monetary Policy 1948-54". *Journal of Political Economy*, 63(1), p. 52-69.
- Fanelli, José M., Frenkel, Roberto e Rozenwurcel, Guillermo (1992). "Transformación Estructural, Estabilización y Reforma del Estado en Argentina". Buenos Aires, CEDES, Documentos CEDES 82, 42p.
- Faro, Clovis de (org.)(1991a). *Plano Collor: Avaliação e Perspectivas*. *Revista Brasileira de Economia*, v. 44, edição especial, jan., 411p.
- Faro, Clovis de (org.)(1991b). *A Economia Pós-Plano Collor II*. Rio de Janeiro, Livros Técnicos e Científicos Editora, 197 p.
- Ferreira, Carlos Kawall Leal (1990). *Política Monetária Ativa e Consistência Fiscal. A Experiência de 1988/89*. São Paulo, Fundap/IESP, Textos para Discussão n.1, ano 3, mar.
- Franco, Gustavo H.B. (1988). "O Milagre do Rentenmark: Uma Experiência Bem-Sucedida com Moeda Indexada". *Revista Brasileira de Economia*, v. 43, n.3, jul./set., p. 431-150.
- Gazeta Mercantil* (1990). Edição extra, 17/3, n. 19.299.
- Giambiagi, Fábio (1989). "A Política Monetária de um Plano de Estabilização: Uma Agenda para Reflexão". Rio de Janeiro, IPEA, Texto para Discussão 177, nov., 18 p.
- Giambiagi, Fábio (1991). "Os Leilões de Cruzeiros e a Taxa de Deságio dos Cruzados Novos". *Revista de Economia Política*, vol.11, n.1(41), janeiro-março, p. 147-150.
- Gianetti da Fonseca, Eduardo (1991). "A Teoria e a Prática na Expansão Monetária de 1990". *Gazeta Mercantil*, 6/3, p. 5.

- Guardia, Eduardo R. (1992). "Orçamento Público e Política Fiscal: Aspectos Institucionais e a Experiência Recente". Campinas, Dissertação de Mestrado, IE/Unicamp, xerox.
- Guimarães, Roberto F. (1989). "Dívida pública mobiliária e taxa de juros". São Paulo, Conselho Regional de Economia, *Economia em Perspectiva*, abril, p. 1-2.
- Gurley, J. (1953). "Excess Liquidity and European Monetary Reforms, 1944-1952". *American Economic Review*, 43(1), mar., p. 76-100.
- Heymann, Daniel (1990). "From Sharp Disinflation to Hyper, Twice: the Argentine Experience, 1985-1989". Buenos Aires, Cepal, mimeo., 33p.
- IEI (1990, a-d). Instituto de Economia Industrial, *Boletim de Conjuntura*. Rio de Janeiro, UFRJ, v.10, n.1-4, abr, jun, out, dez.
- IEI (1991). Instituto de Economia Industrial, *Boletim de Conjuntura*. Rio de Janeiro, UFRJ, v. 11, n.1, abr.
- Kiguel, Miguel A. e Liviatan, Nissan (1991). "Lessons from the Heterodox Stabilization Programs". Washington, The World Bank, Working Papers WPS 671, mimeo., may, 40 p.
- Kiguel, Miguel A. e Liviatan, Nissan (1992). "Three Big Inflations". Washington, The World Bank, mimeo., nov., 46 p.
- Klopstock, F. (1946). "Monetary Reform in Liberated Europe". *American Economic Review*, 36(4/1), sept., p. 578-595.
- Klopstock, F. (1949). "Monetary Reform in Western Germany". In: *Journal of Political Economy*, 57(4), p. 277-292.
- Llach, J. (1990). "Las Hiperestabilizaciones sin Mitos". Buenos Aires, Inst. Torcuato Di Tella, DTE 168, mimeo., 56 p.
- Lopes Consultoria de Imóveis (1992). *Lopesquisa-92*. São Paulo.
- Lutz, F. A. (1949) "The German Currency Reform and the Revival of the German Economy". *Economica*, 16, may, p. 122-42.
- Maia, Cesar. (1991). "A Polêmica em Torno do Programa de Estabilização do Governo Collor". In: *Faro (org.)* (1991a), p. 59-63.
- Marques, Maria Silvia B. (1988). "O Plano Cruzado: Teoria e Prática". *Revista de Economia Política*, 8, 3(31), jul/set, p. 101-130.
- Marques, Maria Silvia B. e Werlang, Sérgio R. D. (1989) "Moratória Interna, Dívida Pública e Juros Reais". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 19(1), abr., p.19-44.
- Martins, Luciano (1991). "A Autonomia Política do Governo Collor". In: *Faro (org.)* (1991a), p. 27-33.

- Mendonça de Barros, Luís Carlos (1993). "Moeda Indexada, uma Experiência Brasileira". Campinas, *Economia e Sociedade*, 2, p.3-24, ago.
- Mendonça de Barros, Luiz Carlos e Goldenstein, Lidia (1989). "O constrangimento da dívida mobiliária". São Paulo, Conselho Regional de Economia, *Economia em Perspectiva*, abril, p. 3-4.
- Meyer, Arno (1992). "As Negociações da Dívida Externa Brasileira no Âmbito do Clube de Paris". In: Batista Jr., Paulo N. e Belluzzo, Luiz G. M. (orgs.), *A Luta pela Sobrevivência da Moeda Nacional*. São Paulo, Paz e Terra, p.51-90.
- Meyer, Arno (1993). "Apoio Financeiro Externo e Estabilização Econômica". *Revista de Economia Política*, 13(1), p. 135-148.
- Ministério do Trabalho e da Previdência Social (1990). *Informe de Conjuntura*. Diversos números.
- Miyata, Kiyozo (1953). "Development of Devaluation-Problem in Post-War Japan". Kobe, *Kobe Economic and Business Review*, (1), p. 17-36.
- Modiano, Eduardo (1989). "A ópera dos Três Cruzados". In: Abreu, Marcelo de Paiva, *A Ordem para o Progresso*. Rio de Janeiro, Campus, p. 347-386.
- Montoro Filho, André F. (1992). "A Inflação Parece Indomável". São Paulo, Conselho Regional de Economia, *Economia em Perspectiva*, 90, maio, p.1-2.
- Moura da Silva, Adroaldo (1979). "Intermediação Financeira no Brasil". São Paulo, FIPE/USP, mimeo.
- Moura, Alkimar R. (1991). "Introdução à Política Monetária 'Collorizada': Um Exercício de Monetarismo Tropical". In: Faro(org.)(1991b), p.1-8.
- Murphy, Ricardo López (1991). "A Experiência Argentina: Alta Inflação, Hiperinflação e Estabilização Fracassada". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 21 (1), abr., p. 55-78.
- Nakano, Yoshiaki. (1991). "As Fragilidades do Plano Collor de Estabilização". In: Faro (org.) (1991a), p. 136-153.
- Ogasavara, Roberto S. (1989) "Análise da evolução da dívida pública". *Conjuntura Econômica*, jan., p. 47-51, e fev., p. 45-50.
- Oliveira, Fabricio (org.) (1991). *A Economia Brasileira em Preto e Branco*. Campinas, Hucitec/Fecamp.
- Paiva, Paulo (1991). "Collor economics". In: Faro (org.) (1991a), p. 34-42.

- Pastore, Affonso C. (1991). "A Reforma Monetária do Plano Collor". In: *Faro (org.)* (1991a), p.157-174.
- Plano Collor de Estabilização Econômica* (1990). Rio de Janeiro, Gráfica Auriverde, 302 p.
- Pomar, Wladimir (1990). *Quase Lá. Lula, o Susto das Elites*. São Paulo, Editora Brasil Urgente, 128 p.
- Prefeitura Municipal de Santo André (1990). *Indicadores Econômicos*.
- Ramalho, Valdir (1993a). "Alemanha, Anos Quarenta: Antecedentes do Confisco Monetário". *Estudos Econômicos*, 23(2), mai-ago, p.267-296.
- Ramalho, Valdir (1993b). "Elementos para uma Avaliação de Confiscos Monetários". *Revista Brasileira de Economia*, 47(4):533-64, out-dez.
- Ramalho, Valdir (1995). "Zeragem Automática no Mercado Aberto e Controle Monetário". *Estudos Econômicos*, v.25, 1, jan-abr, p.25-52.
- Reis, E. J. (1991). "Com Quantos Collor se Faz uma Estabilização?" In: *Faro (org.)* (1991b), p. 83-89.
- Republica Argentina (s/d). "Argentina en Crecimiento". Buenos Aires, Ministério de Economía y Obras y Servicios Públicos.
- Revista de Economía Política* (1990), v. 10, 3(39), jul/set, 114-120.
- Ribeiro, Renato Janine (1993). *A Última Razão dos Reis*. São Paulo, Companhia das Letras, 183 p.
- Rozenwurcel, Guillermo (1992). "La Evolución de la Economía Argentina a Partir del Plan de Convertibilidad". Buenos Aires, CEDES, 30 p.
- Sargent, Thomas (1982). "The Ends of Four Big Inflations". In: Hall, Robert E. (ed.), *Inflation: Causes and Effects*. Chicago, The University of Chicago Press, p.41-97.
- Serra, José (1991). "O Plano e o Déficit". In: *Faro* (1991a), p.275-84.
- Simonsen, Mário Henrique (1991). "Aspectos Técnicos do Plano Collor". In: *Faro (org.)* (1991a), p. 113-128.
- Simonsen, Mário Henrique (1995). *Trinta Anos de Indexação*. Rio de Janeiro, FGV Editora, 168 p..
- Souza, Francisco E. P. (1991). "O Regime de Câmbio Flutuante numa Etapa de Transição". Porto Alegre, *Análise Econômica*, ano 9, n. 15, março, p. 583-599.
- Souza, Francisco E. P. (1993). "O Novo Regime Cambial Brasileiro e suas Conseqüências para a Política Econômica". Rio de Janeiro, Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES, Textos para Discussão, 18, nov., 55 p.

- Szuster, Natan (1990). "O Processo de Tomada de Decisões Financeiro-Administrativo em Decorrencia do Plano Collor". Rio de Janeiro, UFRJ, Faculdade de Economia e Administração, TD 13, dez, 20 p.
- Tavares, Maria da Conceição (1983). "O Sistema Financeiro e o Ciclo de Expansão Recente". In: Belluzzo e Coutinho (orgs.), *Desenvolvimento Capitalista no Brasil*, v.2. São Paulo, Brasiliense, p. 107-138.
- Tavares, Maria da Conceição et alii (orgs.) (1990). *Aquarella do Brasil*. Rio de Janeiro, Rio Fundo Editora, 2ª ed, 150 p.
- Torres Filho, Ernane T. (1983). "O Mito do Sucesso: Uma Análise da Economia Japonesa no Pós-Guerra (1945-1973)". Rio de Janeiro, IEI/UFRJ, Texto para Discussão 37, nov., 163 p.
- Veiga, João P. C. (1993). "Dívida Externa e o Contexto Internacional. Os Limites à Formulação da Política para a Dívida Externa na Gestão da Ministra Zélia Cardoso de Mello". Dissertação de Mestrado, FFLCH/USP, mimeo., 199 p.
- Vianna, Luiz W. (1991). *De um Plano Collor a Outro*. Rio de Janeiro, Editora Revan, 170 p.
- Visão (1992), ano XLI, n.21, maio.
- Werlang, Sérgio R. C. (1989) "Dívida interna e crise do setor público". *Jornal do Comércio*, 16/7, p. 18.
- Werneck, Rogério (1991). "Oportunidades Perdidas na Política de Estabilização de 1990". In: Faro (org.) (1991b), p. 180-185.
- Zini Jr., Alvaro A. (1989a). "Fundar a Dívida Pública". Brasília, *Planejamento e Políticas Públicas*, 2, dez., p. 39-59.
- Zini Jr., Alvaro A. (1989b) "Fundar a dívida pública do Brasil". *Folha de S. Paulo*, 18/1, p. B-2.
- Zini Jr., Alvaro A. (1989c) "Aprofundar o debate sobre dívida pública interna". *Folha de S. Paulo*, 6/4, p. B-2.
- Zini Jr., Alvaro A. (1989d) "A política do avestruz e o endividamento". São Paulo, Conselho Regional de Economia, *Economia em Perspectiva*, abril, p. 6-7.
- Zini Jr., Alvaro A. (1993). "Reforma Monetária, Intervenção Estatal e o Plano Collor". In: *O Mercado e o Estado no Desenvolvimento Econômico dos Anos 90*. Livro do IPEA, 137.
- Zolhof, Paulo (1990). "Aspectos Básicos dos Efeitos do Programa de Estabilização Econômica na Contabilidade do Banco Central e das Instituições Financeiras". IPEA, Relatório Interno 02/90, 3 p.