



Nova Economia  
ISSN: 0103-6351  
ne@face.ufmg.br  
Universidade Federal de Minas Gerais  
Brasil

Carvalho, Carlos Eduardo  
As origens e a gênese do Plano Collor  
Nova Economia, vol. 16, núm. 1, enero-abril, 2006, pp. 101-134  
Universidade Federal de Minas Gerais  
Belo Horizonte, Brasil

Disponível em: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=400437541003>

- Como citar este artigo
- Número completo
- Mais artigos
- Home da revista no Redalyc

redalyc.org

Sistema de Informação Científica  
Rede de Revistas Científicas da América Latina, Caribe, Espanha e Portugal  
Projeto acadêmico sem fins lucrativos desenvolvido no âmbito da iniciativa Acesso Aberto

# As origens e a gênese do Plano Collor

Carlos Eduardo Carvalho  
Professor do Departamento de Economia  
da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo

## Palavras-chave

Plano Collor, bloqueio da liquidez, reforma monetária, políticas de estabilização no Brasil, pensamento econômico brasileiro.

**Classificação JEL** B29, B59, N16.

## Key words

*Collor Plan, blockage of liquidity, monetary reform, stabilization policies in Brazil, Brazilian economic thought.*

**JEL Classification** B29, B59, N16.

## Resumo

O bloqueio da liquidez da maior parte dos haveres financeiros em março de 1990, o Plano Collor, uma das mais drásticas intervenções do Estado na economia no Brasil, teve origens no debate sobre o fracasso das políticas de estabilização dos anos anteriores, em especial os choques heterodoxos do governo Sarney. O bloqueio procurou enfrentar, de uma só vez, os três problemas identificados nos choques: (i) a tendência de monetização acelerada e de explosão da demanda em momentos de desinflação abrupta, (ii) as implicações da elevada liquidez dos haveres financeiros e da “moeda indexada” e (iii) as precárias condições de financiamento da dívida pública mobiliária. O debate apontava para a possibilidade e mesmo para a necessidade de medidas não convencionais em relação aos três problemas. A gênese do Plano Collor, ou seja, como e quando foi formatado o programa propriamente dito, desenvolveu-se na assessoria de Collor a partir do final de dezembro de 1989, depois da vitória no segundo turno. O desenho final foi provavelmente muito influenciado por um documento discutido na assessoria do candidato do PMDB, Ulysses Guimarães, e depois na assessoria do candidato do PT, Luís Inácio Lula da Silva, entre o primeiro turno e o segundo. Apesar das diferenças nas estratégias econômicas gerais, as candidaturas que se enfrentavam em meio à forte aceleração da alta dos preços, submetidas aos riscos de hiperinflação aberta no segundo semestre de 1989, não tinham políticas de estabilização próprias. A proposta de bloqueio teve origem no debate acadêmico e se impôs às principais candidaturas presidenciais.

## Abstract

*The blockage of financial asset liquidity in March 1990, known as the Collor Plan – one of the most drastic state interventions in the Brazilian economy ever –, originated in the debate over the failure of previous stabilization policies, especially the heterodox shocks of the Sarney government. This intervention was an attempt to tackle, at the same time, the three problems identified with the shocks: (i) the tendency for accelerated monetization and for an explosion in demand in moments of abrupt reduction of the inflation; (ii) the implications of high liquidity of financial assets and “indexed money” and (iii) the precarious financing of the public debt. The debate pointed to the possibility and even the need for non-conventional measures to be taken in relation to these three problems. The Collor Plan itself began to be formatted by the president-elect’s advisors at the end of December 1989, after his victory in the runoff election. The final draft was probably strongly influenced by a document discussed by the advisors of PMDB party candidate Ulysses Guimarães, and later by advisors of PT party candidate Luís Inácio Lula da Silva, during the period between the general election and the runoff. In spite of the differences in their general economic strategies, these competing candidates failed to develop their own stabilization policies at a time of rapid price increases and risk of hyperinflation during the second half of 1989. The proposal to block liquidity originated in academic debate and was imposed upon the main presidential candidacies.*

## 1\_ Introdução

O bloqueio da liquidez dos haveres financeiros em março de 1990, o Plano Collor, não foi um improviso diante do quadro adverso daquele momento, como afirmaram alguns dos seus críticos.<sup>1</sup> A proposta estava muito ligada ao debate econômico dos anos anteriores, às voltas com a persistência da inflação elevada e com o fracasso das sucessivas políticas de estabilização.<sup>2</sup> Alguns anos depois, um dos formuladores do Plano Real se referiu a 1993 como

*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, [...] suficiente para prover a nova moeda de uma forte linha de defesa* (Bacha, 1995, p. 18).

Se não contasse com reservas externas, como em 1986 e 1990, o Plano Real demandaria novo bloqueio da liquidez.

Como se chegou ao Plano Collor? Houve dezenas de episódios de bloqueio da liquidez no século XX. A forma comum de bloqueio da liquidez, contudo, oculta diferenças substanciais em cada episódio, no contexto em que ocorrem, no alcance e nas peculiaridades das medidas adotadas e dos resultados pretendidos. Não existia um modelo preciso

que teria sido aplicado aqui. As origens do plano devem ser buscadas na reflexão brasileira sobre as dificuldades colocadas pela inflação elevada e crônica, no contexto das restrições macroeconômicas da década de 1980.

São muito dispersas e fragmentadas as informações sobre a gênese do Plano Collor, ou seja, sobre como e quando a equipe de Collor se decidiu pelo bloqueio. Não foram divulgados documentos. Vieram a público apenas textos curtos e declarações esparsas. Com base no que está disponível, pode-se afirmar que só no início de janeiro de 1990, a dois meses e meio da posse, a proposta foi adotada pelos economistas reunidos em torno de Zélia Cardoso de Mello, futura ministra da Economia, e levada ao presidente eleito. O desenho das medidas deve ter sido muito influenciado por uma proposta discutida na assessoria do candidato do PMDB, Ulysses Guimarães, durante o primeiro turno das eleições presidenciais de 1989. Quando ficou claro o esvaziamento da campanha de Ulysses, a proposta foi levada para a candidatura de Luís Inácio Lula da Silva, do PT, obteve grande apoio por parte de sua assessoria econômica e chegou à equipe de Zélia depois do segundo turno, realizado em 17 de dezembro.

O programa anunciado em 16 de março de 1990, dia seguinte à posse do no-

.....  
<sup>1</sup> “O Plano Collor foi teoricamente imprevisível”, segundo Cysne (1991, p. 382). “A teoria era realmente exótica”, escreveria Simonsen (1995, p. 110) anos depois.

<sup>2</sup> Consultados pela equipe que preparava o bloqueio, em fevereiro e março de 1990, economistas de variadas correntes aprovaram as medidas e se prontificaram a colaborar (Sabino, 1991, p. 133). Logo após o segundo turno, o bloqueio teria sido sugerido a Collor por Daniel Dantas, economista ligado a Mário Henrique Simonsen, depois um duro crítico do programa (Sabino, 1991, p. 109).

vo presidente da República, tinha o nome de Plano Brasil Novo, quase nunca utilizado. Plano Collor foi o nome que prevaleceu, mas em geral designando apenas o bloqueio das aplicações financeiras. As referências ao plano em geral não incluem o amplo leque de iniciativas em áreas diversas, como política de rendas, finanças públicas, reforma do Estado, política cambial, comércio exterior.<sup>3</sup> Anunciadas junto com o bloqueio, essas medidas são em geral associadas ao governo Collor, e não ao programa de estabilização. A focalização da análise do Plano Collor apenas no bloqueio não é um equívoco. Desde o início, o programa de estabilização se destacava com nitidez. As demais medidas do Plano Brasil Novo não dependiam da natureza da política de estabilização e poderiam ter acompanhado programas gradualistas ou choques baseados em congelamento de preços e desindexação. Algumas medidas do Plano Brasil Novo tinham objetivo antiinflacionário de mé-

dio prazo, caso da abertura comercial; outras procuravam equacionar a crise fiscal, mas não dependiam do bloqueio para tanto. O elemento central do Plano Collor, portanto, o que o caracteriza de forma precisa e o distingue com nitidez de outros programas de estabilização, é o bloqueio da liquidez dos haveres financeiros (Quadro 1).

Este artigo tem dois objetivos. O primeiro é identificar as origens da proposta de bloqueio da liquidez, pela análise do debate econômico brasileiro nos anos anteriores. O segundo é esclarecer como se deu a gênese do programa de março de 1990, ou seja, como e quando seus autores chegaram à decisão de aplicá-lo. A análise dos resultados do bloqueio está além dos objetivos do artigo,<sup>4</sup> da mesma forma que a reflexão sobre as alternativas de política econômica possíveis naquele momento e sobre seus efeitos de médio e longo prazo.

<sup>3</sup> 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 Jr. (1993, p. 308-316). A maior parte das publicações da época concentrou-se nas medidas monetárias, caso da coletânea organizada por Faro (1991) e publicada como edição especial da *Revista Brasileira de Economia* (v. 45, ed. especial, jan./1991). Outras duas coletâneas interessantes são: Tavares *et al.* (1990) e Oliveira (1991).

<sup>4</sup> Prevaleceu na época a interpretação de que o plano falhou em razão da liberação descontrolada de valores retidos, provocada por pressões sobre o governo e por erros de gerenciamento do programa. Decorre dessa interpretação a tese de que o bloqueio da liquidez poderia ter atingido seus objetivos se tivesse sido aplicado com maior rigor e

coerência. Em outros trabalhos, defendo a tese oposta, de que o plano falhou porque era inaplicável: manter a retenção dos haveres financeiros naquela escala era impossível, já que implicaria a paralisação do sistema de pagamentos e uma grave crise bancária (Carvalho, 1996; 2003).

**Quadro 1\_ O bloqueio da liquidez no Plano Collor – Medida Provisória 168, 15/03/1990, depois Lei n. 8.024, 12/4/1990**

Bloqueio da liquidez de parte considerável dos haveres financeiros, exceto o papel-moeda em poder do público. Os valores em cruzados novos bloqueados ficariam recolhidos ao Banco Central do Brasil por dezoito meses, recebendo juros de 6% ao ano mais correção monetária, creditados diariamente, e seriam liberados em doze parcelas mensais a partir do 19º mês.
Os haveres financeiros seriam convertidos ao par, de cruzados novos (NCz\$) para cruzeiros (Cr\$), após a cobrança extraordinária de 8% de IOF (Imposto sobre Operações Financeiras) nos haveres não monetários e na venda ou transmissão de ações e ouro, isentos os depósitos à vista e os títulos e depósitos do ativo das instituições financeiras.
A conversão em cruzeiros deveria ser feita no momento da liberação dos valores retidos, com regras diferenciadas: <ul style="list-style-type: none"><li>• papel-moeda, conversão imediata, sem bloqueio;</li><li>• depósitos à vista e cadernetas de poupança, liberação imediata de até Cr\$ 50 mil (pela 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);</li><li>• aplicações <i>overnight</i> e contas remuneradas, liberação imediata de Cr\$ 25.000,00 ou de 20% do total, valendo o maior;</li><li>• fundos e depósitos a prazo, 20% do total.</li></ul>
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.
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 cruzados novos bloqueados poderiam ser usados por sessenta dias (até 18/5/1990) 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 15/3/1990”, processo denominado de “transferência de titularidade”.
Recursos dos tesouros dos três níveis de governo ficaram livres do bloqueio e foram convertidos integralmente, com liberação imediata dos cruzeiros no caso de depósitos à vista e recursos em trânsito no sistema bancário, e liberação 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.

Fontes: BCB; *Gazeta Mercantil* (edição extra, 17/3/1990, n. 19.299, p. 32); *Revista de Economia Política*, 1990. p. 117-120.

.....  
 5 A História registra muitos casos de bloqueio, desvalorização, confisco e repúdio de dinheiro e títulos (Zini Jr., 1989, p. 48-49; sobre o período medieval, Veitch, 1986), mas os episódios do século XX podem ser analisados sem recorrer a casos anteriores. Para Klopstock (1946, p. 578-579), a História não oferecia precedentes para a compreensão dos programas em curso na Europa.

6 Posição semelhante aparece em conhecido estudo sobre os episódios de bloqueio da liquidez na Europa do segundo pós-guerra: “*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 liquidity asset holdings of households and businesses*” (Gurley, 1953, p. 77).

O artigo se organiza em três seções. A primeira discute o conceito de bloqueio da liquidez e destaca a heterogeneidade de motivações e circunstâncias nos episódios ocorridos no século XX. A segunda seção analisa o debate brasileiro sobre inflação elevada e estabilização. A terceira expõe o processo de opção da equipe econômica do novo governo pelo bloqueio da liquidez. Seguem-se algumas considerações finais.

## 1\_ Bloqueio da liquidez: conceituações e precedentes

O Plano Collor integra o grupo de políticas de estabilização que incluíram limitação ou cancelamento da liquidez de haveres monetários (moeda manual e depósitos à vista) ou da conversibilidade de haveres financeiros em moeda. Tais restrições assumiram formas variadas, desde desvalorização nominal, alongamento compulsório de prazos e bloqueio temporário até repúdio e anulação. Houve dezenas de programas com medidas desse tipo no século XX, a maioria na sequência de guerras e hiperinflações, mas eles pouco esclarecem sobre os casos latino-americanos das últimas décadas, como o Plano Collor.<sup>5</sup> A expressão bloqueio da liquidez é a mais precisa para designar es-

sas iniciativas, por enfatizar o traço específico que as distingue de outras: a suspensão (parcial ou total, temporária ou definitiva) do direito ao exercício da liquidez de ativos financeiros.

Medidas desse tipo têm sido designadas como reformas monetárias, por incluírem em geral a troca de moeda e por apresentarem motivações de ordem monetária – controle da emissão, redução da liquidez ou reorganização do meio circulante. Trata-se de denominação imprecisa, por ter sido empregada desde o século passado para designar iniciativas de política monetária e cambial as mais diversas (Ramalho, 1993, p. 536).<sup>6</sup> A expressão “confisco monetário” é adotada por Ramalho (1993, p. 536), 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 o propósito de confiscar valores e repudiar obrigações ou de devolvê-los ao final de certo tempo.

Embora os programas com bloqueio da liquidez quase sempre promovam a desvalorização real dos haveres financeiros retidos, o conceito de bloqueio da liquidez deve excluir os casos em que as medidas adotadas se limitam a esse objetivo. Não sendo assim, o conceito tornar-se-ia muito genérico e impreciso, abrigando até os casos em que determinada condução da política monetária induza ou tolere a prática de juros reais negativos, mesmo em quadros de inflação baixa. Além disso, na inflação alta e crônica, os haveres financeiros não monetários são às vezes desvalorizados em escala superior à de iniciativas de bloqueio da liquidez, visto que, em situações dessa natureza, não há indexador eficaz o bastante para garantir o valor real dos papéis indexados, ainda que a autoridade esteja empenhada em fazê-lo.

Também devem ficar fora do conceito de bloqueio da liquidez os casos de subestimação intencional do indexador com o propósito de corroer o valor real de obrigações e contratos, prática muito utilizada no Brasil desde meados da década de 1970 (Zini Jr., 1993, p. 318-328), sem que as autoridades admitissem qualquer propósito de desvalorização real dos valores indexados.

O conceito de bloqueio da liquidez não coincide precisamente com o de

consolidação ou de alongamento compulsório da dívida pública. A conversão voluntária da dívida pública era prática comum até o início do século XX, como iniciativa do governo devedor de resgatar antecipadamente os títulos (cláusula prevista em contrato) e substituí-los por outros, em condições tidas como mais vantajosas para si, mas que deveriam também parecer vantajosas para os credores, por respeitarem as expectativas prevalentes no momento (De Cecco, 1990, p. 263-264). A conversão forçada ou compulsória, ao contrário, é entendida como iniciativa unilateral do devedor, que impõe alterações contratuais nos títulos à revelia de seus credores.

Embora em tese possa haver casos de bloqueio que afetem apenas papel-moeda ou depósitos bancários, nas condições das economias contemporâneas as medidas apresentam sempre a dupla natureza de bloqueio da liquidez e de consolidação ou alongamento compulsório dos prazos da dívida pública. Além da participação elevada de títulos públicos no portfolio de pessoas físicas e jurídicas, boa parte dos haveres financeiros do público, em especial depósitos bancários, tem como lastro títulos de dívida governamental.

Nos casos de conversão forçada da dívida pública, por outro lado, há sem-



pre postergação ou cancelamento do direito à liquidez estabelecido em contrato, e muitas vezes há desvalorização nominal, o que permite caracterizá-los como casos de bloqueio da liquidez. Pode-se fazer alguma distinção em termos dos impactos sobre a liquidez geral da economia em função do prazo dos títulos afetados, sendo os casos mais drásticos aqueles que alcançam também o papel-moeda e os depósitos bancários à vista. Contudo, se é que essa distinção foi relevante em algum momento para diferenciar programas de consolidação de dívida pública, pelo menos no século XX medidas desse tipo afetaram prioritariamente os títulos de curto prazo. Assim, a conversão compulsória de dívida pública mobiliária tende a ser sempre uma forma de bloqueio, por implicar limitações do direito à liquidez dos títulos públicos que são objeto das medidas e também dos ativos financeiros com que esses papéis estejam sendo financiados. Decorre daí a dificuldade para diferenciar as motivações de ordem monetária (controle da inflação e da oferta de moeda) ou de ordem fiscal (consolidação e alongamento de prazos da dívida pública) na origem dessas medidas.

O bloqueio da liquidez distingue-se mais claramente do imposto de capi-

tal. Esse tipo de tributação procura obter receita expressiva, em geral do tipo *once and for all*, com vistas a reduzir o peso de uma dívida pública considerada muito grande e muito onerosa ou a financiar gastos públicos extraordinários, em caso de guerra, calamidades ou projetos sociais de relevo (Eichengreen, 1990). O *capital levy* em geral quer alcançar o conjunto da riqueza existente, inclusive ativos físicos e financeiros, e tende a ser iniciativa mais ampla que o bloqueio da liquidez, embora este quase sempre inclua um imposto de capital entre seus objetivos. Ou seja, os bloqueios da liquidez contêm geralmente elementos de imposto de capital, ou são também imposto de capital, e neles em geral estão presentes elementos de conversão forçada da dívida pública, da mesma forma que as medidas de consolidação ou conversão forçada da dívida pública envolvem sempre bloqueio da liquidez dos títulos públicos e de outros haveres financeiros.

A história dos bloqueios da liquidez no século XX concentra-se em duas ondas nos anos seguintes às duas guerras mundiais e uma terceira onda na América Latina na década de 1980, além de alguns casos isolados.<sup>7</sup> As três ondas de bloqueios da liquidez no século XX apresentam diferenças substanciais entre si, em ter-

.....  
<sup>7</sup> Os casos mais recentes são o bloqueio dos depósitos bancários no Equador, em março de 1999 (Acosta e Juncosa, 2000; Naranjo Chiriboga, 2003; Jacome, 2004), e na Argentina, em dezembro de 2001, o *corralito* (Schvarzer e Finkelstein, 2004). Um caso pouco conhecido é o de Angola, em 1990.



mos do contexto em que ocorreram, das metas perseguidas e das medidas adotadas, e os programas incluídos em cada uma delas apresentam também peculiaridades relevantes.

A primeira onda decorreu dos impactos da Primeira Guerra Mundial. Muitos países saíram do conflito enfraquecidos, com as finanças públicas desorganizadas e problemas para financiar as dívidas acumuladas (Eichengreen, 1990). Os novos Estados independentes tinham necessidade urgente de organizar a oferta de moeda e definir a responsabilidade sobre os títulos de dívida pública em circulação ou entesourados em seu território. A segunda onda procurou enfrentar o quadro de inflação reprimida, típico do final da Segunda Guerra Mundial, em que a presença de grandes quantidades de distintas moedas, fruto da prolongada ocupação estrangeira em diversos países, combinava-se com forte controle de preços e redução acentuada da oferta de bens (Gurley, 1953).

A terceira onda de bloqueios da liquidez no século XX ocorreu na América Latina, na década de 1980, ligada aos efeitos da grave crise de financiamento externo que afetou o Continente. Os casos mais conhecidos são o Bonex argentino (Carvalho, 1999) e o Plano Collor, no início de 1990. Brasil e Argentina es-

tavam entre os países mais afetados pela crise da dívida externa, com inflação muito elevada e crônica e diversas tentativas malsucedidas de estabilização nos anos anteriores. Os dois programas envolveram o bloqueio de depósitos bancários e títulos da dívida pública, sem afetar o papel-moeda. Os três primeiros casos da década no Continente, contudo, eram parte de programas de desdolarização e afetaram apenas depósitos em dólares no sistema bancário doméstico, convertidos compulsoriamente em moeda nacional e bloqueados por curto espaço de tempo, sem afetar outros haveres financeiros. Houve episódios desse tipo em 1982, no México (Damill *et al.*, 1994, p. 235) e na Bolívia (Guidotti e Rodríguez, 1992, p. 523), e outro em 1985, no Peru (Chumbe, 1995, p. 243-245).

## 2\_ O bloqueio da liquidez no debate econômico brasileiro<sup>8</sup>

A proposta de bloqueio da liquidez dos haveres financeiros no Brasil procurava responder a três grandes problemas que desafiavam o debate econômico dos anos 1980 a respeito das dificuldades para conter a inflação elevada, quais sejam: a tendência de monetização acelerada e de explosão da demanda agregada em momentos de desinflação abrupta; a elevada li-

.....  
<sup>8</sup> Uma apresentação mais detalhada está em Carvalho (2000).

quidez dos haveres financeiros, a chamada “moeda indexada”; e a tendência de rápido crescimento da dívida mobiliária interna e a fragilidade do esquema de refinanciamento diário no mercado monetário.

Os três problemas eram agravados pela forte e persistente restrição externa, com o corte dos fluxos voluntários de capitais desde a crise da dívida externa, em 1981-1982, e pelos seus danosos efeitos fiscais e financeiros sobre o setor público.<sup>9</sup> A proposta de bloqueio da liquidez queria enfrentar as três questões em conjunto, na ausência de apoio finan-

ceiro externo. O objetivo maior era impedir que os detentores de haveres financeiros pudessem deles dispor livremente, para controlar a monetização e impedir movimentos especulativos depois da pretendida desinflação abrupta. Outro objetivo era viabilizar o ajuste fiscal, tido como impossível sem a drástica redução do custo que os juros reais elevados acarretavam. Como se entendia, porém, que os juros não podiam ser reduzidos sem provocar a “fuga”<sup>10</sup> em massa dos aplicadores, a meta fiscal dependia do bloqueio da liquidez.<sup>11</sup>

O interesse pelos problemas da política monetária nos planos de estabilização foi muito estimulado pela crise do Plano Cruzado, em 1986-1987. Difundiu-se a avaliação de que as dificuldades resultavam dos juros baixos, atribuídos a motivações populistas e eleitoreiras do governo Sarney. Análises mais cuidadosas evidenciaram que os problemas eram bem mais difíceis. Foram superadas duas avaliações simplistas: uma, de que a rápida monetização indicaria leniência na utilização dos instrumentos de política monetária,<sup>12</sup> em especial a taxa de juros e o controle do crédito; outra, de que o nível dos juros e o crescimento da base monetária não teriam relevância para a estabilização, tese que predominou no início do Plano Cruzado.

<sup>9</sup> Sobre o caso brasileiro, ver Batista Jr. e Paulo (1987, 1989) e Baer (1993); para uma visão geral da América Latina, ver Damill *et al.* (1994).

<sup>10</sup> 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, já que os recursos acabam voltando aos bancos, mesmo tendo realizado maior volume de transações, a menos que haja desconfiança generalizada na solvência do sistema bancário.

<sup>11</sup> Sobre os objetivos do bloqueio da liquidez, ver Carvalho (1996, 1999).

<sup>12</sup> “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 monetização da economia, haverá forte pressão recessiva, já que as taxas de juros reais sofrerão grande aumento. [...] A decisão a respeito da velocidade de monetização 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, 1990, p. 33-34).

## 2.1\_ Monetização acelerada e crescimento “exagerado” da demanda agregada

O primeiro problema era a monetização rápida e intensa, inevitável quando se estabilizam os preços depois de um período longo de inflação muito alta e a demanda por moeda se recompõe de imediato, o que é positivo. O problema é se o aumento da demanda por moeda provoca ou permite aumento “exagerado” da demanda agregada por bens e serviços, es-

toques e ativos de risco, gerando pressões inflacionárias e movimentos especulativos que inviabilizam a estabilização.

A tendência de rápida monetização em tais circunstâncias não é fenômeno original. Ocorreu em momentos tão diversos como em programas de estabilização na Europa nas décadas de 1920<sup>13</sup> e de 1940<sup>14</sup>, em diversos programas latino-americanos dos anos 1980,<sup>15</sup> no Plano Cavallo argentino, em 1991,<sup>16</sup> e também no Plano Real, em 1994.<sup>17</sup>

<sup>13</sup> No seu conhecido artigo sobre as estabilizações européias dos anos 1920, 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 desse 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”.*

<sup>14</sup> 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 fué 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 da segunda metade dos anos 1940, na Grécia, na Hungria e em Formosa.

<sup>15</sup> 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, 1991 p. 12-13).

<sup>16</sup> 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).

<sup>17</sup> Sobre o tratamento desta questão no Plano Real, ver Bacha (1995, p. 23) e Carvalho (1996, p. 63-65).

O questionamento sobre os efeitos inflacionários do rápido crescimento da oferta de moeda encontrou a resposta otimista de que a maior demanda do público refletiria a maior confiança na moeda e levaria a igual aumento na demanda, como uma simples reversão da desmonetização provocada pela inflação elevada.<sup>18</sup> A experiência brasileira desmentiu essa tese otimista. A correlação entre monetização acelerada e pressões sobre os preços foi percebida nas vicissitudes do Plano Cruzado, em 1986. O Plano Bresser já incluiu medidas para tratar do problema, em 1987, e as avaliações sobre o fracasso do Cruzado passaram a destacar

o papel da política monetária em programas de estabilização e a necessidade de estipular metas para a monetização e o ritmo mais adequado para alcançá-las. Logo se percebeu, porém, que não havia indicações claras sobre como definir as metas nem sobre os procedimentos adequados para viabilizar o ritmo desejado.

A utilização de referências anteriores estava comprometida pelo extenso período de inflação elevada. 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.<sup>19</sup> A definição de

<sup>18</sup> 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 (ver o debate da época em Bresciani-Turroni, 1989, p. 71-94). Para a crítica da tese de que o fator decisivo teria sido a “mudança de regime”, ver Bodin de Moraes (1988) e Franco (1988). No

programa alemão de 1948, a demanda por moeda cresceu rapidamente, e a velocidade de circulação também, graças 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).

<sup>19</sup> 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 nesse sentido. O Plano Bonex argentino, de janeiro de 1990, não evitou um surto hiperinflacionário pouco mais de trinta dias depois (Carvalho, 1999). 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).

uma meta de expansão monetária nessas circunstâncias seria apenas um enunciado para ganhar credibilidade, e a ênfase numa política monetária “apertada” após o choque não seria mais que uma recomendação de cautela: manter juros altos, frear a expansão do crédito, tentar controlar a monetização pelas sinalizações dos mercados e fazer ajustes de acordo com o estado das expectativas – ou seja, avançar por tentativa e erro.<sup>20</sup>

Manter sob controle o fluxo de monetização, porém, enfrentava obstáculos consideráveis. A principal via para a monetização era a iniciativa do público de converter em moeda seus haveres financeiros com liquidez imediata: aplicações *overnight* em títulos públicos, cadernetas de poupança e a maior parte dos fundos de investimento. A conver-

são sem custos e a qualquer momento estava assegurada pelas condições contratuais das aplicações.<sup>21</sup> A menos que se suspendesse ou alterasse de forma unilateral esse direito, seria preciso encontrar formas de estimular os depositantes a manter seus recursos aplicados.

A taxa de juros era o instrumento óbvio, mas logo se impôs o problema de definir o juro nominal que seria percebido como o 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. A reflexão sobre os planos fracassados mostrou que as dificuldades eram mais complexas.

<sup>20</sup> A tentativa de Giambiagi (1989, p. 13-16) de quantificar o espaço não inflacionário para a monetização 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. [...] 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 essa depende das expectativas de ajuste fiscal, caso este “não

seja ‘crível’ desde o primeiro momento do plano, a política monetária terá de 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”.

<sup>21</sup> 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 nessas circunstâncias: dada a pressão do público para monetizar suas aplicações, os bancos reduziram sua demanda por títulos do governo mesmo com o BCB oferecendo juros muito elevados, como demonstrado no Plano Real.

Juros muito altos criavam forte efeito-riqueza<sup>22</sup> e aumentavam o potencial de gasto dos detentores de haveres financeiros, o que ampliaria o risco de passagem brusca para consumo e compra de ativos reais, quando se concluísse que chegara o momento de queda dos juros reais. A especulação sobre qual seria esse momento era inevitável, pela percepção de que o custo fiscal era um obstáculo suficiente para a manutenção prolongada dos juros muito elevados, como na crise do Plano Verão, no início de 1989 (Carvalho, 2003). Além disso, 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.<sup>23</sup> Deve-se ainda considerar que, em meio à persistente retração dos fluxos

voluntários de capitais externos nos anos 1980, 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 Banco Central do Brasil (BCB) que pudesse reforçar positivamente as expectativas quanto ao sucesso da estabilização.

O outro instrumento óbvio seria o controle da expansão do crédito, pela imposição de recolhimentos compulsórios sobre o crescimento dos depósitos nos bancos ou de limites para empréstimos. Restrições muito rígidas nessa área, contudo, poderiam acarretar sérios problemas para os bancos,<sup>24</sup> já às voltas com a perda dos ganhos inflacionários (como ocorreria no Plano Real, em 1994-1995). Esse teria sido um motivo para não se te-

<sup>22</sup> Segundo Bacha (1995, p. 21-22), a política monetária no Plano Real procurou fixar a taxa de juros em níveis “adequados” para manter a demanda privada sob controle. Todavia, “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 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”.

<sup>23</sup> Comparando o Plano Cruzado com outros programas heterodoxos da época, Bodin de Moraes (1990, 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 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”.

<sup>24</sup> 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 adaptar-se à nova situação.

rem adotado restrições ao crédito no Cruzado (Mendonça de Barros, 1993, p. 15).<sup>25</sup>

Por fim, não havia possibilidade de se absorver a monetização e a pressão de demanda por meio de um superávit fiscal (por privatização, corte de despesas correntes ou elevação de receita tributária), ainda mais com a pressão decorrente da alta dos juros.

A comprovação empírica e a mensuração dos efeitos da monetização acelerada enfrentam 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 eco-

nomia, 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 se deveria estar dirigindo boa parte do aumento da demanda.<sup>26</sup> Um exercício dessa natureza sobre os choques do governo Sarney (Carvalho, 1992, p. 149-165)<sup>27</sup> mostrou a ocorrência desses efeitos no Cruzado e no Plano Verão. A exceção do Plano Bresser deve ser relativizada pelas peculiaridades que favoreciam uma transição mais suave para a inflação baixa: as regras de indexação foram mantidas, não houve promessas de inflação zero, a economia estava em tendência recessiva e havia grave crise de crédito em curso.<sup>28</sup>

<sup>25</sup> 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 pela preocupação 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).

<sup>26</sup> 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 isso 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”.

<sup>27</sup> 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 esse mesmo caminho para se aferir o grau de confiança do público na sustentação do plano e na meta de inflação baixa.

<sup>28</sup> A afirmação de Bresser Pereira e Nakano (1991, 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 Plano Bresser. Para Giambiagi (1989, p. 7), a monetização menos intensa nos planos Bresser e 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.



Há dois blocos de interpretação para a correlação entre monetização rápida, aumento da demanda agregada e pressões inflacionárias com desinflação abrupta no Brasil.

O primeiro destaca os efeitos da queda brusca 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 diversos motivos. Para uma parcela importante do público, o juro real sinalizado seria irrelevante, já que o juro nominal muito mais baixo tornaria muito atraente a satisfação de demandas de consumo reprimidas havia muito tempo. A tese de “ilusão monetária” é em geral apresentada como demonstração de ignorância, mas em uma desinflação abrupta existe sempre grande desconfiança sobre os juros reais implícitos nas taxas nominais praticadas, em razão da expectativa de volta da inflação, a qual só será informada pelos índices de preços em um momento seguinte.<sup>29</sup> Deve-se lembrar ainda que a redução acentuada dos juros nominais diminui muito o custo de oportunidade para quem assume posições especulativas ou atende a demandas de consumo.

Dáí resulta a virtual impossibilidade de definir a taxa de juros adequada pa-

ra o período imediatamente posterior à queda da inflação. Taxas avaliadas como baixas trariam a desconfiança de que estariam abaixo da inflação corrente, mas, se fossem avaliadas como altas demais, poderiam aparecer como reconhecimento oficial de inflação em alta. No caso de taxas pós-fixadas, níveis muito elevados poderiam gerar desconfiança sobre a capacidade do indexador de refletir de fato a inflação corrente.

O segundo bloco enfatiza o forte impacto distributivo da súbita estabilização dos preços e a tendência de aumento imediato do consumo.<sup>30</sup> A renda real da maioria da população cresce de forma muito intensa com o fim do imposto inflacionário, e a demanda reprimida pelos anos de 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, uma vez que o retorno da inflação, tido como certo, desvalorizará as prestações e elevará os salários. A tendência de rápida retomada do crédito amplifica os efeitos desses fenômenos. Além da volta da possibilidade matemática de oferecer prestações prefixadas (já que na inflação elevada os juros nominais

.....  
<sup>29</sup> “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” (Bodin de Moraes, 1990, p. 41). No conhecido trabalho sobre o fim das inflações altas, Végh (1992, p. 668) defende argumento assemelhado: “Hence, the key ingredient in explaining a consumption boom appears to be lack of credibility and not backward indexation”.

<sup>30</sup> Na análise do Plano Cruzado, este argumento foi bastante enfatizado por Camargo e Ramos (1988).

muito altos aproximam o valor da prestação e o preço à vista), os grandes bancos procuram aumentar rapidamente as operações de crédito para compensar a perda dos elevados ganhos permitidos pela alta inflação.<sup>31</sup>

Há ainda outras explicações, envolvendo movimentos e efeitos mais localizados. 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 esses ativos e gerar 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). Outra explicação é de que as aplicações financeiras indexadas funcionam como um *hedge* contra a variância dos preços relativos em alta inflação, o qual se tornaria desnecessário com a perspectiva de estabilidade dos preços, liberando esses 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 (Bacha, 1995, p. 23).

## 2.2\_ Liquidez dos haveres financeiros e moeda indexada

O segundo importante problema destacado no debate econômico que conduziu à proposta de bloqueio da liquidez destacava as implicações do volume crescente de haveres financeiros que ofereciam liquidez imediata sem perda de rendimentos (*overnight* e fundos). Seus detentores estavam em condições de reagir com muita rapidez e contundência às políticas de estabilização de preços, alterando a qualquer momento a demanda por bens e serviços e por ativos reais e de risco. Diante do quadro de restrições externas, um ponto muito sensível era que a liquidez dos exportadores lhes permitia escolher o momento adequado para liquidar o câmbio. Quando um desses momentos coincidia com maior demanda por ativos em moeda estrangeira, o aumento das cotações soava como indicador de crise cambial, o que afetava as expectativas, induzia movimentos especulativos e deixava o BCB em dificuldades para defender a taxa de câmbio.

O ponto de partida desse debate foi o contínuo crescimento dos haveres monetários indexados a partir do final

.....  
<sup>31</sup> Para uma análise dessas questões com destaque para o período posterior ao Plano Real, ver Carvalho (2005).

dos anos 1970, 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) contribuíram para enrijecer a indexação. O BCB passou a vincular informalmente a taxa do *overnight* à correção monetária, de modo a reduzir o risco de prejuízos de instituições financeiras que mantinham carteiras de títulos públicos a ser financiadas diariamente com recursos captados no *overnight*.<sup>32</sup> 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”.<sup>33</sup>

Dessas duas discussões resultou o conceito de moeda indexada: ativos financeiros de curtíssimo prazo, com indexação garantida e liquidez assegurada pelo BCB, reunindo os atributos de liquidez plena e de proteção confiável contra a desvalorização pela inflação.<sup>34</sup> A necessidade de manter sob controle a massa de moeda indexada, “dinheiro financeiro”, e evitar seu brusco redirecionamento para outros mercados passou a ser vista como 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 e reforçava o receio de romper a indexação dos haveres financeiros e dos contratos. Para impedir a “fuga”, restaria ao BCB oferecer juros reais significativos aos aplicadores e evitar oscilações dos juros nominais e reais para não estimular movimentos especulativos. O resultado era a imobilização da política monetária, voltada para estabilizar os juros reais de acordo com as expectativas dos mercados sobre a inflação.

<sup>32</sup> 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* eram compensados no mês seguinte, de forma a igualar *over* e correção das ORTN acumulada nos três meses anteriores.

<sup>33</sup> 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 Pastore (1991) e Carvalho (1993).

<sup>34</sup> Sobre a indexação, o conceito de moeda indexada e suas implicações, ver Mendonça de Barros (1993), Silva (1979), Tavares (1983), Zini Jr. (1993), Pastore (1991), Minella (1995).

Para garantir a estabilidade dos juros, o BCB tinha de atuar por meio das taxas dos títulos públicos federais, e não apenas graças à sua grande participação no total de haveres financeiros. A elevada liquidez dos agentes econômicos era acompanhada por reduzida demanda de crédito,<sup>35</sup> o que reduzia a eficácia de outros instrumentos de política monetária, como os empréstimos de liquidez e os depósitos compulsórios.<sup>36</sup> A política de juros altos era paga no essencial pelo Tesouro, e esse ônus era percebido como indicador seguro de que o BCB recuaria em algum momento, para não agravar as dificuldades fiscais de forma insustentável. 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 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 indexação.<sup>37</sup>

Esse virtual colapso não tornava mais fácil eliminar a indexação. A lição dos choques não era animadora. A cada tentativa de suprimir as regras de indexação de um golpe, seguia-se nova restauração, com instrumentos cada vez mais amplos. No caso de novo plano de estabilização, os problemas iriam repetir-se. 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, já que 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 sobre os preços. A alternativa de suprimir as regras de indexação e fixar uma meta de expansão monetária rígida era vista como muito arriscada. Temia-se a instabilidade das taxas de juros, o risco de 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

.....  
<sup>35</sup> Sobre a redução da demanda por crédito na primeira metade da década de 1980, ver Almeida (1987).

<sup>36</sup> 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.

<sup>37</sup> “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).

economia, era indispensável bloquear, ou ao menos reduzir, a liquidez das aplicações financeiras.

Anos depois, um dos autores do Plano Real escreveu que, com o sucesso do programa e rápida elevação da demanda por moeda, “verificou-se que o problema da ‘liquidez excessiva’ era inexistente” (Bacha, 1995, p. 19). É uma forma equivocada de expor o problema. A discussão da época destacava não um “excesso” de moeda ou de quase-moeda, mas, sim, a possibilidade de seus detentores transformá-la em gasto ou em demanda por ativos dolarizados a qualquer momento. Na página anterior, o próprio Bacha (1995, p. 19) afirma que só teria sido possível evitar um “seqüestro de ativos financeiros” no Plano Real graças ao elevado volume de reservas externas, “suficiente para prover a nova moeda de uma forte linha de defesa”. Faltou acrescentar apenas que as reservas e os fluxos de capitais abundantes permitiram acomodar a alta vigorosa das importações e desestimularam movimentos especulativos no câmbio.

### **2.3\_ Crescimento da dívida interna mobiliária em condições de financiamento precárias**

O terceiro problema destacado no debate era o tamanho da dívida pública mobiliária e suas precárias condições de finan-

ciamento. Como não havia compradores voluntários por prazo superior a alguns dias, os papéis eram vendidos pelo BCB aos bancos, que os financiavam com a revenda dos títulos ao público em operações *overnight*, com direito do tomador de resgate em dinheiro garantido por acordos de recompra firmados legalmente pela instituição financeira que acolhia a aplicação.

No debate sobre a dívida mobiliária, dois blocos de opiniões eram identificados. O primeiro sustentava que não era muito grande a dívida pública interna líquida, em torno de 21% do PIB entre 1986 e 1989,<sup>38</sup> e o risco de descontrole existia apenas pelo receio de uma moratória, o que poderia levar à fuga dos aplicadores e ao encarecimento da rolagem dos papéis. Se o novo governo assegurasse com firmeza o pagamento dos títulos e adotasse medidas de austeridade fiscal, o endividamento interno poderia ser equacionado sem medidas especiais (Guimarães, 1989; Werlang, 1989; Marques e Werlang, 1989).

O segundo bloco era pessimista e destacava três problemas sérios, com diferentes ênfases: o tamanho elevado em relação ao total de haveres financeiros; as precárias condições de financiamento; e o encurtamento dos prazos, com a rolagem diária de quase todo o estoque garantida pelo apoio do BCB às instituições

.....  
<sup>38</sup> A dívida líquida do setor público declinou de 55,8% do PIB em 1984 para 40,2% em 1989, enquanto a dívida interna líquida oscilou entre 22,4% e 19,3% nesse mesmo período (Banco Central do Brasil, 1999, p. 11).

financeiras que carregavam os títulos (Mendonça de Barros e Goldenstein, 1989; Bodin de Moraes, 1989; Ogasavara, 1989). 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 instável, dependente do estado das expectativas de curto prazo* (Zini Jr., 1989, p. 42-43).

Dentro desse bloco, só Zini Jr. apresentava de público uma proposta de consolidação e alongamento compulsório do prazo de vencimento da dívida interna:

*Fundar uma dívida significa estender os prazos de um endividamento flutuante de curto prazo, tornando-o de longo ou longuíssimo prazo, dando em troca maiores garantias de pagamento. O objetivo básico da medida é desafogar as finanças públicas, evitando o repúdio da dívida* (Zini Jr., 1989, p. 54).<sup>39</sup>

A consolidação implicaria bloqueio das aplicações financeiras com lastro em

títulos públicos, e a forte contração da liquidez seria atenuada pela liberação de 10% dos recursos retidos e pela formação de um mercado secundário de títulos da dívida fundada.

### 3\_ A gênese da opção pelo bloqueio da liquidez

Não existe uma versão oficial dos objetivos do bloqueio da liquidez, da estratégia que o orientava e do diagnóstico de que teriam partido seus formuladores. Os documentos e as 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. O debate público sobre as questões que o bloqueio da liquidez pretendia enfrentar, analisado na seção anterior, oferece um quadro suficiente para situar os vínculos entre as medidas adotadas e as diversas correntes de opinião naquele momento. Resta esclarecer o processo concreto da passagem dessas idéias para a proposta específica de bloqueio, anunciada ao país em 16 de março de 1990.

<sup>39</sup> Anos depois, Zini Jr. (1993, p. 300) enfatizou que comparar o total da dívida com o PIB era enganoso, 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”.



A versão aqui defendida resultou da análise das seguintes fontes:

- a. documentos oficiais: a Exposição de Motivos que apresenta a Medida Provisória 168;
- b. declarações de Zélia e Collor no anúncio do bloqueio;
- c. o livro *Zélia, uma paixão*, de Fernando Sabino (1991), “romance biográfico” ou “biografia romanceada”, baseado em entrevistas com Zélia;
- d. entrevistas do autor (CEC) com membros da equipe de Zélia, Ibrahim Eris, Luís Eduardo Assis, José Francisco Gonçalves, em 1991-1992;<sup>40</sup> e com Luiz Gonzaga Belluzzo e Júlio Gomes de Almeida, em agosto de 2004;
- e. declarações de Collor à revista *Istoé Dinheiro* e de Zélia ao jornal *Valor* (Collor de Mello, 2003; Mello, 2005);
- f. documento de Belluzzo e Almeida (1990), com uma proposta de bloqueio da liquidez que é a exposição mais fidedigna e consistente das medidas de março de 1990 e de seu embasamento teórico;
- g. memórias do autor, coordenador do Programa de Governo da candidatura do PT à Presidência da República em 1989.

As informações oferecidas por essas fontes fundamentam a interpretação aqui apresentada. Nos parágrafos seguintes, exceto quando mencionada outra fonte, a referência são as entrevistas do autor (item d).

Collor e a equipe reunida em torno de Zélia Cardoso de Mello não tinham proposta definida para enfrentar a inflação em alta acelerada. O grupo que discutia a política de estabilização durante a campanha era composto por José Francisco Gonçalves, Luís Eduardo Assis e Zélia (Sabino, 1991, p. 97). Após a vitória no segundo turno, em 17 de dezembro de 1989, foram incorporados: Antônio Kandir, Ibrahim Eris, Venilton Tadini, Luís Otávio da Motta Veiga, Eduardo Teixeira e João Maia (Sabino, 1991, p. 111).

A proposta de bloqueio da liquidez, na forma afinal adotada, deve ter sido levada para o grupo no final de dezembro, com a adesão de Antônio Kandir, economista da Unicamp, que apoiara a candidatura Lula no segundo turno. Já com os novos integrantes, os economistas de Collor adotaram a proposta de bloqueio por terem se convencido de que as demais alternativas eram inviáveis ou arriscadas em demasia, juízo a que teriam chegado, com base nos argumentos do debate da época.

.....  
<sup>40</sup> Foram entrevistas individuais, em momentos diferentes, e não apresentaram divergências relevantes entre si. Evidentemente, devem ser tidas como declarações baseadas na memória de cada um sobre fatos ocorridos anos antes, em meio a elevado grau de tensão quanto às implicações das medidas que estavam sendo preparadas.



A proposta de bloqueio das aplicações financeiras tinha sido objeto de debate e de muitas preocupações durante a campanha eleitoral. Meses antes do primeiro turno, Ulysses Guimarães, candidato do PMDB, em posição bastante fraca nas pesquisas, mencionara a necessidade de “acabar com o *overnight*”. O resultado do segundo turno reduzira o receio de medidas desse tipo. Na última semana da campanha, Collor radicalizou os ataques a Lula e o acusou de planejar o “confisco” das cadernetas de poupança, o que foi tido como sinal de que ele próprio repudiava essa possibilidade. O programa de governo de Collor criticava a adoção de medidas desse tipo, posição reiterada em artigos assinados por ele na imprensa durante a campanha do segundo turno. Assessores de Lula também publicaram artigos com o mesmo teor. Contudo, 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 esse debate, Collor atacou Lula violentamente e o acusou de planejar o confisco das cadernetas e o “calote” da dívida pública (Pomar, 1990,

p. 97). É provável que, naquele momento, Collor ainda não tivesse discutido a proposta de bloqueio da liquidez, mas a proposta estava em análise em parte da assessoria de Lula, ou em uma das suas assessorias, aquela de que ele era mais próximo. Assim, Collor não teria mentido ao afirmar que Lula pretendia bloquear as cadernetas, e ele não.

Os relatos dos integrantes da equipe de Collor confirmam que até novembro o grupo trabalhara com propostas gradualistas, com prefixação de preços e negociações amplas com diferentes setores sociais. 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, mas a proposta foi rechaçada, a pretexto de que a inflação atingira níveis muito altos para permitir algo assim. Passou-se então à idéia de aplicar um imposto extraordinário sobre o estoque de haveres financeiros, um IOF punitivo, “cavalgar”. A idéia se manteve por alguns dias e foi afastada. A alíquota teria de ser muito alta para impedir que a parcela restante dos haveres financeiros pudesse detonar uma onda de consumo e movimentos especulativos incontroláveis. Havia também muitas dúvidas sobre a possibilidade de o Congresso aprovar taxaçaõ extraordinária de tal magnitude.

Na segunda metade de dezembro, cada membro do grupo, pelas próprias intuições e reflexões, convenceu-se da necessidade de bloquear a liquidez das aplicações financeiras. Os entrevistados foram unânimes em relatar essa versão e acrescentaram que a primeira discussão da proposta no grupo trouxe alívio a todos, ao perceberem que os demais concordavam com uma proposta que era encarada com muito receio.

A equipe discutiu a proposta pela primeira vez no final de dezembro, e no início de janeiro apresentou um esboço ao presidente eleito (Sabino, 1991, p. 111; Collor, 2003), provavelmente no dia 6, um sábado. Collor aprovou integralmente a idéia. Vetou apenas a possível criação de grupos com políticos e representantes de setores da sociedade para negociação de acordos. Collor insistia 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 ter de vir pedir apoio a ele, e não o contrário. Alegava que era a única forma de garantir a sustentação política do seu governo. Outra interpretação possível é que a proposta agradou tanto a Collor por se encaixar muito bem com o estilo de sua campanha, ao qual atribuía a vitória, com promessas de medidas drásticas, que deixava-

riam “a direita surpresa e a esquerda perplexa”, capazes de derrotar a inflação com um único golpe mortal de caratê, ou com a última bala disponível para o caçador diante do tigre.<sup>41</sup>

Em todas as fontes não há referências ao estudo de experiências anteriores de bloqueio de liquidez e nem mesmo ao Plano Bonex argentino, implementado na virada do ano (Carvalho, 1999), período em que a equipe se decidiu pela proposta. Os entrevistados negaram explicitamente que se tenham baseado em experiências anteriores. A falta de menções ao Bonex argentino é curiosa: diversas medidas de administração do bloqueio, como as permissões para pagamentos com a moeda retida, caso dos impostos, foram decididas às pressas nas primeiras semanas de janeiro pelo BC argentino, diante da grave crise de liquidez verificada logo após o congelamento dos depósitos bancários. Não é crível que o noticiário sobre o drama argentino tenha passado despercebido. O silêncio sobre as experiências anteriores e sobre o caso argentino não permite concluir que os elaboradores do plano ignoravam esses casos. Pode-se supor que o forte envolvimento com o processo em curso tenha esmaecido a lembrança de leituras anteriores e de eventos paralelos.

.....  
<sup>41</sup> Sobre a influência de fatores políticos na escolha da estratégia de estabilização a ser seguida, ver: Bresser Pereira (1991), Martins (1991), Oliveira (1992), Paiva (1991) e Vianna (1991).

Pode-se assim concluir que a montagem da proposta se deu tomando por base a reflexão dos economistas da equipe sobre o caso brasileiro, influenciada e condicionada pelos termos da discussão da época. Resta analisar o papel que teria tido o artigo “Crise e Reforma Monetária no Brasil”, de Belluzzo e Almeida (1990).

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

Os dois autores afirmam que o texto foi escrito com propósitos acadêmicos, em 1988-1989, e que ignoram de que forma teria sido utilizado pela equipe de Zélia. Considerando as ligações de muitos economistas da Unicamp com a assessoria econômica do PMDB na época e com seu candidato, Ulysses Guimarães, é muito provável que o documento tenha sido discutido pela equipe de Ulysses.

Quando a sua candidatura se esvaziou, na reta final do primeiro turno, a proposta de bloqueio da liquidez foi levada à assessoria econômica do candidato do PT, Luís Inácio Lula da Silva, pelo economista Antônio Kandir. A proposta foi recebida com muita reserva em reunião de economistas no Comitê de Lula, apresentada por Aloizio Mercadante, assessor econômico de Lula. A proposta passou então a ser discutida em um grupo menor, organizado por Aloizio e outros dirigentes do PT, em paralelo à equipe que elaborava o plano de governo. Depois do segundo turno, de volta de viagem ao exterior, Kandir foi incorporado à equipe de Collor e Zélia, quando a proposta teria sido apresentada ao grupo que discutia as medidas de combate à inflação.

Publicado em 1990, o trabalho de Belluzzo e Almeida explica adequadamente as medidas iniciais do Plano Collor e as opções adotadas em seguida pela equipe econômica do novo governo. Há coincidências literais entre a Exposição de Motivos n. 58, as declarações de Collor e Zélia no anúncio do bloqueio e o texto de Belluzzo e Almeida (1990). Pode-se considerá-lo como parte integrante da elaboração do Plano Collor e como a melhor exposição de seus objetivos e do diagnóstico que o orientava.

*“A reforma monetária tem o objetivo de recuperar o controle do Estado sobre a moeda nacional”, começa a Exposição de Motivos n. 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 [...] 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 EM 58 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 discurso em que apresentou o plano de estabilização, na reunião ministerial de 16/3/1990, Collor assim justificou as medidas monetárias:

*A violência da inflação e a quase destruição do sistema de preços já ameaçavam o funcionamento da economia [...] 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 [...] buscam, sobretudo, preservar os direitos adquiridos pelos cidadãos. [...] tomamos a iniciativa de promo-*

*ver um reordenamento do exercício desses direitos, através de um processo de conversão de cruzados novos para cruzeiros* (Gazeta Mercantil, 1990, p. 2).

A ministra Zélia Cardoso de Melo, 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* (Gazeta Mercantil, 1990, p. 2).

Destacam-se alguns pontos comuns na Exposição de Motivos n. 58 e nas declarações. O primeiro é a identificação do fracionamento da moeda como um grave problema, o maior obstáculo para a recuperação do controle monetário. Na sua origem estaria a indexação, responsável pelo desenvolvimento da moeda remunerada, a moeda “da riqueza inativa”, enquanto a moeda tradicional “paga o trabalho e remunera a produção e o investimento”. Desse fracionamento teria resultado a paralisia da política mo-

netária e o paradoxo de os juros altos terem se tornado inúteis ou nocivos, por aumentarem o estoque de quase-moeda.

O segundo ponto comum 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 para recuperar a eficácia da política monetária. Enfatiza-se que as medidas fiscais aplicadas sobre o estoque de ativos financeiros destinavam-se a acen-tuar 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 elaborada em Belluzzo e Almeida (1990). A proposta de bloqueio da liquidez é defendida pela necessidade de o Estado readquirir a condição de “gestor da moeda” e a capacidade de “regular os critérios de avaliação de riqueza dos centros privados de decisão”. Na análise da grave crise em curso, defendem que o problema maior não era a fragilidade fis-

cal do setor público, mas, sim, a impossibilidade de recuperar o controle da moeda. 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”. Reconhecem que havia desequilíbrios estritamente fiscais, mas reiteram que,

*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 [...] o desequilíbrio das contas fiscais [...], mas devemos frisar que esta foi uma decorrência da crise monetária, [...], 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* (Belluzzo e Almeida, 1990, p. 65-66).

Analisando as opções disponíveis, apontam 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 trans-*

*formações são responsáveis pelo aparecimento de obstáculos quase intransponíveis à aplicação de políticas convencionais de estabilização* (Belluzzo e Almeida, 1990, p. 67).

E 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. [...] 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. [...]* (Belluzzo e Almeida, 1990, 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* (Belluzzo e Almeida, 1990, 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 isso 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* (Belluzzo e Almeida, 1990, 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 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” (Belluzzo e Almeida, 1990, p. 73).

Ao apresentar as medidas propostas (Quadro 2), 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 incluir 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 tamanbo 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* (Belluzzo e Almeida, 1990, p. 74-75).



**Quadro 2 – A Proposta de Reforma Monetária de Belluzzo e Almeida (1990)**

I – Cria a nova moeda.

II – Fixa as regras de conversão dos saldos existentes nesta data<sup>(1)</sup> 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 atual<sup>(1)</sup> 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.

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* (Belluzzo e Almeida, 1990, p. 75).

#### 4\_ Considerações finais

O bloqueio da liquidez dos ativos financeiros na posse do presidente Fernando Collor de Mello, em março de 1990, representou um desdobramento do amplo debate sobre as dificuldades e os impasses das políticas de estabilização dos anos anteriores, às voltas com a persistência da inflação elevada, no quadro de fortes restrições externas e de fragilidade fiscal e financeira do setor público, o quadro típico da década de 1980 na América Latina.

O plano tinha fortes raízes na reflexão brasileira e na experiência de política econômica da época. A forma de blo-

queio da liquidez é semelhante a medidas adotadas em dezenas de eventos anteriores no século XX, em diferentes regiões. As formas comuns, porém, resultam de objetivos muito diversos e enfrentavam problemas igualmente díspares. Assim, as raízes e as motivações do Plano Collor devem ser buscadas nas circunstâncias e nas discussões brasileiras de então.

A opção da equipe de Collor e Zélia pelo bloqueio se deu em meio ao quadro de ameaça de hiperinflação, em condições de sigilo, e foi discutida por um grupo de pessoas muito reduzido. A opção foi muito condicionada pela descrença na possibilidade de êxito das demais alternativas em análise ou implementadas nos anos anteriores. O reconhecimento dessas raízes profundas não autoriza conclusões de que o bloqueio fosse inevitável ou de que tenha sido a opção mais adequada. Esta é outra discussão, bem mais difícil e complexa, mas deve considerar que o plano não foi uma iniciativa desvairada surgida do vazio ou do voluntarismo político, embora esse possa ter tido papel decisivo na opção assumida. A análise do desfecho do plano, com a volta da inflação elevada poucos meses depois, não deve ser feita sem considerar o contexto da época e a natureza da reflexão que a ele conduziu (para esta análise, ver Carvalho, 1996 e 2003).

A proposta foi discutida pela assessoria de outros candidatos, em especial a assessoria do candidato do PT, Luís Inácio Lula da Silva. Tratava-se assim de proposta gerada no debate acadêmico e que atraía os assessores de candidaturas com perfis políticos e ideológicos distintos. É correto afirmar que a proposta poderia ter sido adotada se o eleito fosse outro e poderia assim estar vinculada a programas econômicos diferentes daquele que Collor implementou.

Anunciado em suas linhas gerais junto com o bloqueio, no dia seguinte à posse do novo presidente, esse programa econômico geral foi ofuscado pelas medidas drásticas de retenção dos haveres financeiros. A expressão Plano Collor passou a referir-se apenas ao bloqueio, embora as demais medidas econômicas tenham influenciado muito mais profundamente o futuro do País.

## Referências bibliográficas

- ACOSTA, Alberto; JUNCOSA, José E. (Comp.). *Dolarización*. Informe Urgente. Quito: ILDIS and Abya-Yala/UPS, 2000. 257 p.
- ALMEIDA, Júlio S. G. (Org.). *Evolução e impasses do crédito*. São Paulo: IESP/Fundap, 1987. (Relatório de Pesquisa, n. 4)
- ARIDA, Persio;  
LARA-RESENDE, André. Inflação inercial e reforma monetária. In: ARIDA, P. (Org.). *Inflação zero*: Brasil, Argentina e Israel. 12. ed. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1986. p. 9-35.
- BACHA, Edmar L. Plano Real: uma avaliação preliminar. Rio de Janeiro, *Revista do BNDES*, v. 2, n. 3, p. 3-26, jun. 1995.
- BAER, Monica. *O rumo perdido*. A crise fiscal e financeira do Estado brasileiro. São Paulo: Paz e Terra, 1993. 213 p.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Dívida líquida e necessidades de financiamento do setor público*. Brasília: Banco Central do Brasil, 1999. 16 p.
- BATISTA JR.; PAULO, N. Formação de capital e transferência de recursos ao exterior. São Paulo, *Revista de Economia Política*, v. 7, n. 1(25), p. 10-28, jan./mar. 1987.
- BATISTA JR.; PAULO, N. Ajustamento das contas públicas na presença de uma dívida elevada: observações sobre o caso brasileiro. São Paulo, *Revista de Economia Política*, v. 9, n. 4(36), p. 70-87, out./dez. 1989.
- BELLUZZO, Luiz G. M.; ALMEIDA, Júlio S. G. Crise e reforma monetária no Brasil. *São Paulo em Perspectiva*, v. 4, n. 1, p. 63-75, jan./mar. 1990.
- BODIN DE MORAES, Pedro. Keynes, Sargent e o papel da política monetária em um programa de Estabilização. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 18, n. 1, p. 145-160, abr. 1988.
- BODIN DE MORAES. Dívida interna dá sinal de alarme. *Jornal do Brasil*, [S.l.: s.n], 1989.
- BODIN DE MORAES. A condução da política monetária durante o Plano Cruzado. *Revista de Economia Política*, v. 10, n. 2(38), p. 33-52, abr./jun. 1990.
- BRESCIANI-TURRONI, C. *A economia da inflação*. Rio de Janeiro: Expressão e Cultura, 1989. 236 p.
- BRESSER PEREIRA, Luiz C. *Os tempos heróicos e Collor e Zélia*. São Paulo: Livraria Nobel, 1991. 98 p.
- BRESSER PEREIRA, Luiz C.; NAKANO, Yoshiaki. Hiperinflação e estabilização no Brasil: o Primeiro Plano Collor. *Revista de Economia Política*, v. 11, n. 4(44), p. 89-114, out./dez. 1991.
- CAMARGO, José Márcio;  
RAMOS, Carlos Alberto. *A revolução indesejada*. Rio de Janeiro: Campus, 1988. 79 p.
- CARNEIRO, Dionísio;  
GOLDFAJN, Ilan. Reforma monetária: prós e contras do mercado secundário. In: FARO, C. de. (Org.). Plano Collor: Avaliação e Perspectivas. *Revista Brasileira de Economia*, v. 44, p. 205-222, jan. 1991. Edição especial.
- CARVALHO, Carlos E. Liqueidez e choques antiinflacionários. In: BATISTA Jr.; PAULO, N.; BELLUZZO, Luiz G. M. (Orgs.). *A luta pela sobrevivência da moeda nacional*. São Paulo: Paz e Terra, 1992. p. 126-203.
- CARVALHO, Carlos E. Liqueidez dos haveres financeiros e zeragem automática do mercado: uma crítica à posição de Pastore. São Paulo, *Revista de Economia Política*, v. 13, n. 3(49), p. 25-36, jan./mar. 1993.
- CARVALHO, Carlos E. *Bloqueio da liquidez e estabilização: o fracasso do Plano Collor*. 1996. 224 p. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade de Campinas, Campinas, 1996.
- CARVALHO, Carlos E. Plano Bonex: peculiaridades do bloqueio da liquidez na Argentina em 1990. São Paulo, Centro Brasileiro de Análise e Planejamento – Cebrap, *Novos Estudos*, n. 55, p. 37-60, nov. 1999.
- CARVALHO, Carlos E. O Plano Collor no debate econômico brasileiro. *Pesquisa & Debate*, v. 11, n. 1(17), p. 112-151, 2000.
- CARVALHO, Carlos E. O fracasso do Plano Collor: erros de execução ou de concepção?. Niterói, *Economia*, Associação Nacional de Centros de Pós-Graduação em Economia – Anpec, v. 4, n. 2, p. 283-331, jul./dez. 2003.

- CARVALHO, Carlos E. Perda de receitas da inflação e defesa da lucratividade dos grandes bancos brasileiros no início do Plano Real. *Revista de Economia Mackenzie*, n. 3, 2005.
- CHUMBE, William V. Dinâmica de la sustitución monetaria en Perú: teoría y evidencia empírica. *Monetaria*, p. 229-271, jul./set. 1995.
- COLLOR DE MELLO, Fernando. Revelações de Collor. São Paulo, *Istoé Dinheiro*, 322, 29/10/2003. Disponível em: <<http://www.terra.com.br/istoed/edicoesanteriores>>.
- CYSNE, Rubens P. Plano Collor: contrafactualidade e sugestões sobre a condução da política monetária fiscal. In: FARO, C. de. (Org.). Plano Collor: avaliação e perspectivas. *Revista Brasileira de Economia*, v. 44, p. 382-395, jan. 1991. Edição especial.
- DALL'ACQUA, Fernando M. A reforma monetária de 1948 na Alemanha. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 20, n. 1, p. 141-160, abr. 1990.
- DAMILL, Mario; FANELLI, José M.; FRENKEL, Roberto. *Shock externo y desequilibrio fiscal*. La macroeconomía de América Latina en los ochenta. Los casos de Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Chile e México. Santiago de Chile: Cepal, 1994. 264 p.
- DE CECCO, Marcello. The Italian debt conversion of 1906. In: DORNBUSCH, R.; DRAGHI, M. (Eds.). *Public debt management: theory and history*. Cambridge: Cambridge University Press, 1990. p. 263-292.
- EICHENGREEN, Barry. The capital levy in theory and practice. In: DORNBUSCH, R.; DRAGHI, M. (Orgs.). *Public debt management: theory and history*. Cambridge: Cambridge University Press, 1990. p. 191-228.
- EMMER, R. West German monetary policy 1948-54. *Journal of Political Economy*, v. 63, n. 1, p. 52-69, 1955.
- FANELLI, José M.; FRENKEL, Roberto; ROZENWURCEL, Guillermo. *Transformación estructural, estabilización y reforma del estado en Argentina*. Buenos Aires: CEDES, 1992. (Documentos CEDES, 82). 42 p.
- FARO, Clovis de (Org.). Plano Collor: avaliação e perspectivas. *Revista Brasileira de Economia*, v. 44, jan. 1991. 411 p. Edição especial.
- FRANCO, Gustavo H. B. O milagre do Rentenmark: uma experiência bem-sucedida com moeda indexada. *Revista Brasileira de Economia*, v. 43, n. 3, p. 431-150, jul./set. 1988.
- GAZETA MERCANTIL. Edição extra, 17/3/1990, n. 19.299.
- GIAMBIAGI, Fábio. *A política monetária de um plano de estabilização: uma agenda para reflexão*. Rio de Janeiro, IPEA, nov. 1989. (Texto para Discussão, 177). 18 p.
- GUIDOTTI, Pablo E.; RODRIGUEZ, Carlos A. Dollarization in Latin America: Gresham's Law in reverse? Washington, International Monetary Fund, *Staff Papers*, v. 39, n. 3, p. 518-544, Sept. 1992.
- GUIMARÃES, Roberto F. Dívida pública mobiliária e taxa de juros. São Paulo, Conselho Regional de Economia, *Economia em Perspectiva*, p. 1-2, abr. 1989.
- GURLEY, John G. Excess liquidity and European monetary reforms, 1944-1952. *American Economic Review*, v. 43, n. 1, p. 76-100, Mar. 1953.
- JACOME H.; LUIS, I. The late 1990 financial crisis in Ecuador: Institutional Weaknesses, Fiscal Rigidities and Financial Dollarization at Work. Washington, IMF, *IMF Working Paper*, WP04/12, 2004. 46 p.
- KIGUEL, Miguel A.; LIVIATAN, Nissan. Lessons from the Heterodox Stabilization Programs. Washington, The World Bank, *Working Papers WPS 671*, May 1991. 40 p. Mimeo.
- KLOPSTOCK, Fred H. Monetary reform in liberated Europe. *American Economic Review*, v. 36, n. (4/1), p. 578-595, Sept. 1946.
- LLACH, Juan J. *Las hiperestabilizaciones sin mitos*. Buenos Aires, Instituto Torcuato Di Tella, DTE 168, 1990. 56 p. Mimeo.
- LUTZ, F. A. The German Currency Reform and the revival of the German Economy. *Economica*, n. 16, p. 122-42, May 1949.
- MARQUES, Maria Silvia B.; WERLANG, Sérgio R. C. Moratória interna, dívida pública e juros reais. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 19, n. 1, p.19-44, abr. 1989.
- MARTINS, Luciano. A autonomia política do governo Collor. In: FARO, C. de. (Org.). 1991. p. 27-33.
- MELLO, Zélia C. Zélia afirma que não valeu a pena. São Paulo, *Valor*, Caderno Fim de Semana, entrevista, 4-6/3/2005. p. 13-14.
- MENDONÇA DE BARROS, Luís Carlos. Moeda indexada, uma experiência brasileira. Campinas, *Economia e Sociedade*, n. 2, p.3-24, ago. 1993.
- MENDONÇA DE BARROS, Luiz C.; GOLDENSTEIN, Lidia. O constrangimento da dívida mobiliária. São Paulo, Conselho Regional de Economia, *Economia em Perspectiva*, p. 3-4, abr. 1989.
- MINELLA, André *A indexação dos contratos financeiros em contexto de alta inflação: o caso brasileiro (1964-1990)*. 1995. 246 p. Dissertação (Mestrado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade de Campinas, Campinas. Mimeografado.

OGASAVARA, Roberto S.  
Análise da evolução da dívida pública. *Conjuntura Econômica*, jan. 1989, p. 47-51, fev. 1989, p. 45-50.

OLIVEIRA, Francisco. *Collor, a falsificação da ira*. Rio de Janeiro: Imago, 1992. 162 p.

PASTORE, Affonso C. A reforma monetária do Plano Collor. In: FARO, C. de. (Org.). Plano Collor: avaliação e perspectivas. *Revista Brasileira de Economia*, v. 44, p. 157-174, jan. 1991. Edição especial.

POMAR, Wladimir. *Quase lá.Lula, o susto das elites*. São Paulo: Editora Brasil Urgente, 1990. 128 p.

REVISTA DE ECONOMIA  
POLÍTICA, v. 10, n. 3(39),  
p. 114-120, jul./set. 1990.

SARGENT, Thomas. The ends of four big inflations. In: HALL, Robert E. (Ed.). *Inflation: causes and effects*. Chicago: The University of Chicago Press, 1982. p. 41-97.

SILVA, Adroaldo M. da.  
*Intermediação financeira no Brasil*. São  
Paulo: FIEP/USP, 1979.  
Mimeografado.

SIMONSEN, Mário Henrique.  
*Trinta anos de indexação*. Rio de  
Janeiro: FGV Editora, 1995. 168 p.

TAVARES, Maria da Conceição  
*et al.* (Orgs.). *Aquarella do Brasil*.  
2. ed. Rio de Janeiro: Rio Fundo  
Editora, 1990. 150 p.

VEITCH, John M. Repudiations and confiscations by the medieval state. *Journal of Economic History*, v. 46, n. 1, p. 31-36, Mar. 1986.

WERLANG, Sérgio R. C. Dívida interna e crise do setor público. Rio de Janeiro, *Jornal do Commercio*, 16/7/1989. p. 18.

ZINI JR., Álvaro A. Reforma monetária, intervenção estatal e o Plano Collor. In: *O mercado e o Estado no desenvolvimento econômico dos anos 90*. Brasília: Livro do IPEA, n. 137, p. 291-337, 1993.

• E-mail de contato do autor:  
• cecary@uol.com.br