

# O Plano Collor no debate econômico brasileiro

Carlos Eduardo Carvalho<sup>1</sup>

**Resumo:** este trabalho procura esclarecer o que de fato pretendiam os formuladores do Plano Collor e qual o diagnóstico do quadro econômico de que partiam. Defende-se que a opção pelo bloqueio da liquidez dos haveres financeiros estava ligada por três vertentes ao debate econômico dos anos anteriores sobre os problemas da estabilização no Brasil: as dificuldades para o controle da remonetização no caso de desinflação abrupta; as implicações da elevada liquidez dos haveres financeiros, a chamada moeda indexada; e o rápido crescimento da dívida mobiliária interna e seu precário esquema de refinanciamento diário no mercado monetário. O Plano Collor procurou enfrentar os três problemas simultaneamente, mas o objetivo principal do bloqueio da liquidez era controlar a remonetização acelerada que se seguiria à queda inflação, com os objetivos de natureza fiscal ocupando posição subordinada. Apresenta-se também uma resenha do debate econômico posterior a respeito destas questões.

**Palavras-chave:** Plano Collor; bloqueio da liquidez; reforma monetária; políticas de estabilização; pensamento econômico brasileiro

## 1. Introdução

Embora ocupe posição singular na história econômica do Brasil, o bloqueio da liquidez<sup>2</sup> dos haveres financeiros em março de 1990 tem sido pouco estudado,

---

<sup>1</sup> Professor do Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo e pesquisador da Fundação do Desenvolvimento Administrativo - Fundap, do Governo do Estado de São Paulo. Este artigo é uma versão modificada de parte do capítulo 1 da minha tese de doutoramento no Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (Carvalho, 1996).

<sup>2</sup> Entende-se como bloqueio de liquidez o cancelamento ou a limitação da liquidez de haveres monetários ou do direito dos titulares de haveres financeiros não-monetários de convertê-los em moeda pelas regras vigentes, ou as duas coisas, restrições estas na forma de desvalorização nominal, alongamento compulsório de prazos de vencimento, repúdio ou anulação, retenção temporária ou confisco (Carvalho, 1996:5-8).

sendo por vezes definido como simples aventura, decorrente do perfil político e pessoal do próprio Collor. Esta visão foi favorecida inclusive por não ter sido apresentada uma explicação clara dos objetivos do programa e da estratégia que o orientava.

A proposta de bloquear a liquidez dos ativos financeiros, contudo, não apareceu do nada, não foi uma "invenção" tirada do vazio em face do quadro particularmente adverso daquele momento, como afirmariam depois alguns dos seus críticos.<sup>3</sup> Ao contrário, estava muito ligada ao debate econômico brasileiro dos anos 1980, por três grandes vertentes: a tendência de remonetização acelerada nos casos de desinflação abrupta e as dificuldades para controlá-la e evitar seus efeitos negativos sobre a estabilização dos preços; as implicações da elevada liquidez dos haveres financeiros, a chamada moeda indexada; e o rápido crescimento da dívida mobiliária interna e seu precário esquema de refinanciamento diário no mercado monetário.

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

A hipótese aqui defendida é de que o Plano Collor procurou enfrentar as três questões conjuntamente, e não apenas uma ou outra isoladamente, como supostamente teria ocorrido nos programas de estabilização anteriores. Partindo da impossibilidade de haver uma política monetária efetiva sem que se eliminasse a moeda indexada, mas aceitando que não seria possível desmontar a indexação de um só golpe, sob risco de "fuga"<sup>4</sup> em massa dos aplicadores, decidiu-se suspender a liquidez dos haveres financeiros para ordenar a remonetização e devolver ao Banco Central do Brasil - BCB as condições para controlar a oferta de moeda, sem a necessidade de recorrer a taxas de juros muito altas que aumentavam a dívida pública. Ficaria assim afastado o risco de algum tipo de cancelamento, desvalorização, repúdio ou consolidação a longo prazo dos títulos públicos, pois estariam criadas as condições para reorientar, para o investimento e para a produção, os recursos que os vinham financiando. Tais recursos deixariam de ser moeda indexada não pelo fim das regras de indexação, mas por estarem se recompondo as condições "normais" do mercado monetário e do sistema financeiro.

---

<sup>3</sup> "O Plano Collor foi teoricamente imprevisível", segundo Cysne (1991:382). "A teoria era realmente exótica", escreveria Simonsen (1995:110) anos depois.

<sup>4</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, pois os recursos acabam voltando ao sistema bancário, depois de ter realizado maior volume de transações.

A preeminência do caráter de bloqueio da liquidez é o que dá unidade às medidas adotadas e permite compreender o sentido do que se pretendia. O Plano Collor queria derrubar a inflação de imediato, mas para isto não seria necessário o bloqueio. Bastaria um congelamento de preços e salários, como nos programas anteriores. O que se pretendia com o bloqueio era assegurar que as pressões inflacionárias não fossem repostas e reforçadas logo em seguida, como ocorrera de forma cada vez mais rápida e intensa nos três choques heterodoxos dos anos anteriores, no governo Sarney - o Plano Cruzado, de março de 1986, o Plano Bresser, de junho de 1987, e o Plano Verão, de janeiro de 1989.<sup>5</sup>

Além de controlar a monetização e o uso dos haveres financeiros líquidos para consumo e especulação, o bloqueio da liquidez tinha um segundo objetivo básico: viabilizar o ajuste fiscal, tido como impossível sem uma drástica redução do custo financeiro que a política de juros reais elevados acarretava para o Tesouro. Porém, como se entendia que os juros não podiam ser reduzidos sem o risco de fuga dos aplicadores, a meta fiscal dependia do bloqueio da liquidez, que devolveria ao BCB a capacidade de operar a taxa de juros. Assim, a viabilização do ajuste fiscal deve ser considerada como um objetivo secundário do bloqueio, subordinada à possibilidade de controlar a livre conversão dos haveres financeiros em moeda pelos seus titulares.

#### **Quadro 1 O Bloqueio da Liquidez no Plano Collor (Medida Provisória 168, depois Lei 8024)**

---

Todos os haveres financeiros foram convertidos, ao par, de cruzados novos (NCz\$) para

---

<sup>5</sup> Para uma discussão mais ampla sobre as tentativas de ajuste heterodoxo no Brasil, ver Baer (1993:119-167); sobre programas heterodoxos em geral nos anos oitenta, ver Kiguel e Liviatan (1991) e Arida (1986); sobre os três choques heterodoxos do governo Sarney, ver Carvalho (1992) e Modiano (1989); sobre o Plano Cruzado, ver Camargo e Ramos (1988), Bodin de Moraes (1990 a e b) e Marques (1988).

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

- papel-moeda, liberação total;
- depósitos à vista e cadernetas de poupança, liberação imediata de até Cr\$ 50 mil (pelo taxa de câmbio oficial de 13/3/1990, US\$ 1.300,00; pela taxa do câmbio paralelo, US\$ 610,00 em 13/3, US\$ 1.110,00 em 19/3 e US\$ 770,00 em 30/3);
- aplicações *overnight* e contas remuneradas, liberação imediata de Cr\$ 25.000,00 ou de 20% do total, valendo o maior;
- fundos e depósitos a prazo, 20% do total.

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

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

Os valores em cruzados novos bloqueados permaneceriam recolhidos no Banco Central do Brasil por dezoito meses, passando a ser liberados em doze parcelas mensais, recebendo juros de 6% ao ano mais correção monetária, creditados diariamente.

Os cruzados novos bloqueados podiam ser usados até 18/5/1990 (sessenta dias) para pagamento de impostos, taxas, contribuições e obrigações previdenciárias. E por 180 dias podiam ser transferidos entre pessoas físicas e jurídicas, "para fins de liquidação de dívidas e operações financeiras comprovadamente contratadas antes de 15/3/1990", processo denominado de "transferência de titularidade".

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

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

---

Fontes: Banco Central do Brasil; *Gazeta Mercantil* (edição extra, 17/3/1990, n. 19.299, p. 32); *Revista de Economia Política*, 1990:117-120. Elaboração do autor.

A identificação do diagnóstico que orientava o Plano Collor pode contribuir bastante para o conhecimento e para a análise do pensamento econômico brasileiro sobre a inflação elevada e sobre os desafios da estabilização nas condições da década de 1980. E a identificação mais clara dos objetivos perseguidos pelo

bloqueio da liquidez é um passo indispensável para uma avaliação crítica dos resultados alcançados pela experiência de março de 1990.

Além desta introdução, o trabalho divide-se em mais quatro seções: a segunda seção discute as origens da opção pelo bloqueio da liquidez no debate dos anos 1980 sobre os problemas da estabilização nas condições brasileiras; a terceira procura identificar diagnóstico que orientou o Plano Collor, a partir dos poucos documentos oficiais e de alguns textos da época que devem ter inspirado seus autores ou que refletem as idéias em curso; a quarta resume o debate posterior sobre os objetivos do plano; a última traz algumas considerações finais.

## **2. As raízes da proposta de bloqueio da liquidez**

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

O interesse pelos problemas da política monetária nos planos de estabilização foi muito estimulado pela crise do Plano Cruzado. Ainda antes de configurado plenamente seu malogro, difundiu-se a avaliação de que as dificuldades resultavam dos juros baixos, atribuídos a uma motivação populista e eleitoreira do governo Sarney, pela proximidade do pleito estadual de novembro de 1986. Nos anos seguintes, análises mais cuidadosas evidenciariam que os problemas eram bem mais difíceis do que se supunha de início,<sup>6</sup> superando-se duas avaliações simplistas sobre o tema. A primeira era de que toda monetização indicaria leniência e uso

---

<sup>6</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 remonetização da economia haverá forte pressão recessiva, já que as taxas de juros reais sofrerão grande aumento. (...) A decisão a respeito da velocidade de remonetização da economia (...) não é trivial (...). No caso de economias como a brasileira, com severas restrições à aquisição de ativos financeiros estrangeiros, o excesso de liquidez tende a manifestar-se pressionando a demanda agregada" (Bodin de Moraes, 1990b:33-34).

inadequado dos instrumentos de política monetária,<sup>7</sup> em especial a taxa de juros e o controle do crédito. A segunda era de que o nível dos juros e o ritmo de crescimento da base monetária não teriam relevância maior para a estabilização, tese que predominou no Plano Cruzado, pelo menos na sua fase inicial.

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

A tendência de rápida remonetização em tais circunstâncias não é um fenômeno original, como ficara demonstrado em programas de estabilização na Europa dos anos 1920<sup>8</sup> e 1940<sup>9</sup> e em diversos programas latino-americanos dos anos

---

<sup>7</sup> Esta visão aparece claramente em Gianetti da Fonseca (1991). Atacando duramente a equipe econômica de Zélia Cardoso de Mello depois do Plano Collor II, o economista trata em bloco a expansão de M1 de 2.035% em 1990, desconsiderando as peculiaridades do período de remonetização.

<sup>8</sup> No seu conhecido artigo sobre as estabilizações européias dos anos 1920, Sargent (1982:54) destaca a intensidade com que subiu a emissão de moeda no período seguinte ao fim da hiperinflação e a dificuldade para se explicar a manutenção da estabilidade dos preços apesar deste vigoroso crescimento da base monetária. Referindo-se à Áustria, comenta: "From August 1922, when the exchange rate suddenly stabilized, to December 1924, the circulating notes of the Austrian central bank increased by a factor of over 6. The phenomenon of the achievement of price stability in the face of a sixfold increase in the stock of 'high-powered' money was widely regarded by the contemporaries as violating the quantity theory of money, and so it seems to do. However, these observations are not at all paradoxical when interpreted in the light of a view which distinguishes sharply between unbacked, or 'outside', money, on the one hand, and backed, or 'inside', money, in the other hand".

<sup>9</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, 1990:150). Llach (1990:28) aponta que "la remonetización de la economía fue muy importante" nas hiperestabilizações por ele classificadas como de tipo I (na seqüência de guerras e regime de economia mista), entre as quais inclui três casos dos anos 1940: Grécia, Hungria e Taiwan.

1980<sup>10</sup> e conforme voltaria a ocorrer no Plano Cavallo argentino, em 1991,<sup>11</sup> e também no Plano Real, em 1994. A base monetária saltou de R\$ 3,2 bilhões no final de junho de 1994, quando o real entrou em circulação, para R\$ 13,3 bilhões no fim de novembro e R\$ 17,7 bilhões um mês depois, enquanto o M<sub>1</sub> pulou de R\$ 7,5 bilhões para R\$ 17,9 bilhões e R\$ 23,1 bilhões no mesmo período (Banco Central do Brasil, *Nota para a Imprensa*, 23.11.1995. O ritmo foi tão intenso como no Plano Cruzado<sup>12</sup> e também foi seguido por forte expansão da demanda agregada.<sup>13</sup>

O questionamento sobre os possíveis efeitos inflacionários do rápido crescimento da oferta de moeda encontrou por vezes a resposta otimista de que a elevação da demanda do público por saldos monetários seria reflexo de maior confiança na moeda, ou no seu emissor, o que levaria a igual aumento na retenção dos saldos monetários adicionais pelo público, caindo sua velocidade de circulação.<sup>14</sup> Em suma, haveria apenas a reversão do movimento de desmonetização provocado pela inflação elevada.<sup>15</sup>

A experiência brasileira não confirmava esta visão otimista. A correlação entre remonetização acelerada e pressões sobre os preços foi logo percebida, com as

---

<sup>10</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, 1992:12-13).

<sup>11</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, 1992:37).

<sup>12</sup> Nos primeiros cinco meses do Plano Real (julho-novembro de 1994), a base monetária cresceu 315,6% e o M1, 138,7%; nos primeiros cinco meses do Plano Cruzado (março a julho de 1986), a base monetária cresceu 167,2% e o M1, 184,6%. A comparação entre estes números deve ser relativizada por uma série de fatores, entre os quais o nível prévio de inflação bem mais alto no Real (cerca de 40% ao mês, contra algo em torno de 15% ao mês em média antes do Cruzado). A expansão mais modesta do M1 no Real, por outro lado, pode ser atribuída às duras medidas de controle da expansão do crédito bancário, em especial os recolhimentos compulsórios sobre aumentos de depósitos a partir de 30/6/1994.

<sup>13</sup> Sobre o tratamento desta questão no Plano Real, ver Bacha (1995:23) e Carvalho (1996:63-65).

<sup>14</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. 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 sua velocidade de circulação também, devido à baixa propensão a reter saldos monetários, fruto das experiências hiperinflacionárias dos alemães e da desconfiança quanto ao sucesso do programa (Lutz, 1949:137).

<sup>15</sup> Uma interessante exposição dos debates sobre esta questão na crise inflacionária alemã do início dos anos 1920 está Bresciani-Turroni (1989:71-94).

vicissitudes do Plano Cruzado. O Plano Bresser já incluiu medidas para tratar do problema, como se verá adiante, e as avaliações sobre o fracasso do Cruzado passaram a destacar o papel da política monetária em programas de estabilização e a necessidade de ser estipulada uma meta para a remonetização e o ritmo mais adequado para alcançá-la. Logo se percebeu, porém, que não havia indicações claras sobre como definir a meta nem sobre quais os procedimentos mais adequados para assegurar que o ritmo ideal fosse respeitado.

A utilização de referências anteriores para se fixar um volume de monetização desejável, como sugeria a intuição mais imediata, estava comprometida pelo extenso período de inflação elevada decorrido antes do Plano Cruzado. Passados mais de dez anos com inflação em alta contínua, com alguns anos de taxas anuais de três dígitos, 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>16</sup> Diante de tais restrições, definir uma meta de expansão monetária em um plano de estabilização brasileiro seria um procedimento arbitrário, pouco mais que um artifício para reforço de credibilidade. A ênfase numa política monetária "apertada" após o choque não seria mais que uma recomendação de cautela: manter os juros altos, frear a expansão do crédito, acompanhar as sinalizações dos mercados e fazer os ajustes necessários de acordo com o estado das expectativas. Dito de outra forma: dosar o ritmo da remonetização, mantê-la sob controle e ir avançando quase que por tentativa e erro.<sup>17</sup>

---

<sup>16</sup> Carneiro e Goldfajn (1991:209) 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 neste 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, 1955:56; Lutz, 1949:129).

<sup>17</sup> A tentativa de Giambiagi (1989:13-16) de quantificar o espaço não-inflacionário para a remonetização no Brasil, utilizando dados de 1980 a 1988, levou à conclusão de que "a recomendação de política monetária derivada daqueles números não é totalmente clara, pelo fato de uma mesma taxa de expansão da moeda ser compatível com dois cenários de inflação totalmente diferente entre si". Desta forma, "uma certa taxa de variação da quantidade de moeda não pode ser considerada um indicador suficiente de qual será a taxa de inflação, posto que esse impacto dependerá de como se comporte a velocidade da moeda e, portanto, da inflação esperada". Como esta depende das expectativas de ajuste fiscal, caso este "não seja 'crível' desde o primeiro momento do plano, a política monetária terá que ser apertada até que os agentes passem a confiar na consistência do mesmo e, com



O controle do fluxo de monetização, porém, enfrentava obstáculos consideráveis, a começar pela liquidez imediata da quase totalidade dos haveres financeiros, pois a principal via para a monetização era a iniciativa do público de convertê-los em M1. A conversão poderia ser feita sem custos e a qualquer momento, pois estava assegurada pelas condições contratuais das aplicações.<sup>18</sup> A menos que se suspendesse ou alterasse de forma unilateral este direito, seria preciso encontrar formas de estimular os depositantes a manter seu dinheiro aplicado.

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

Juros nominais muito altos criavam um poderoso efeito-riqueza<sup>19</sup>, aumentando o potencial de gasto dos detentores de haveres financeiros, o qual podia ser exercido assim que estes concluíssem que chegara o momento de queda dos juros reais (como demonstrado no Plano Verão). A especulação sobre qual seria este momento era inevitável, pela percepção de que o custo fiscal era um obstáculo suficiente para a manutenção prolongada dos juros muito elevados. Além disto, os juros nominais muito altos, ou iniciativas de aumentá-los em algum momento,

---

a redução da perspectiva de inflação, a velocidade de circulação da moeda diminua, abrindo espaço para o financiamento não-inflacionário da emissão".

<sup>18</sup> A argumentação de Pastore (1991:159-165) sobre o papel negativo da zeragem automática e os esperados benefícios de sua extinção não se aplicaria nestas circunstâncias: dada a pressão do público para monetizar suas aplicações, os bancos reduziram sua demanda por títulos do governo mesmo com o BCB oferecendo juros muito elevados, como demonstrado depois no Plano Real.

<sup>19</sup> Segundo Bacha (1995:21-22), a política monetária no Plano Real procurou fixar a taxa de juros em níveis "adequados" para manter a demanda privada sob controle. Porém, "mudanças nas taxas de juros parecem ter um impacto limitado: por um lado, o efeito-substituição exerce um fator contracionista sobre a demanda privada; por outro, o efeito-riqueza exerce um fator expansionista sobre a mesma. O último ocorre porque o setor privado como um todo é um credor líquido, enquanto 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".

podiam ser interpretados como sinal de desconfiança do governo quanto à tendência da inflação.<sup>20</sup>

O outro instrumento óbvio para "ordenar" a remonetização seria o controle da expansão do crédito, através da imposição de recolhimentos compulsórios sobre o crescimento dos depósitos nos bancos ou através de limites para suas operações ativas. Restrições muito rígidas nesta área, contudo, poderiam acarretar sérios problemas para os bancos,<sup>21</sup> já às voltas com a perda dos ganhos inflacionários (como ocorreria no Plano Real, em 1994-95). Este teria sido um motivo ponderável para não se terem adotado restrições ao crédito no Cruzado (Mendonça de Barros, 1993:15).<sup>22</sup>

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

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

---

<sup>20</sup> Comparando o Plano Cruzado com outros programas heterodoxos da época, Bodin de Moraes (1990b: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>21</sup> Na sua proposta de estabilização por meio de uma moeda indexada, Arida e Lara Resende (1986:26) advertem para a necessidade de dosar as medidas de controle monetário até que os bancos consigam se adaptar à nova situação.

<sup>22</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, 1949:129). Apesar das evidências de que estariam ocorrendo tais problemas, contudo, medidas restritivas só seriam adotadas meses depois, possivelmente pelas preocupações das autoridades de facilitar a recuperação da grande indústria, o setor que mais havia sido penalizado na fase anterior, pelas suas dificuldades de operar nos mercados ilegais (Emmer, 1955:57).

anteriores<sup>23</sup>, o que era reforçado por diversos aspectos das concepções que orientavam os idealizadores do Cruzado<sup>24</sup>. A percepção da gravidade do problema ocorreu de imediato, mas só houve medidas mais duras meses depois, lentidão explicada não apenas pelas motivações político-eleitorais do governo, mas também pelas concepções iniciais da equipe e por alguns problemas que não estavam previstos de início. A timidez da primeira elevação dos juros em maio-junho, por exemplo, deveu-se em boa medida às preocupações com o efeito de taxas elevadas no *overnight* sobre os bancos que carregavam papéis do governo com valor de face congelado até março seguinte. A opção foi trocar os papéis pelo novo título indexado aos juros *overnight*, as Letras do Banco Central - LBC, o que acabou sendo um passo decisivo no aperfeiçoamento da moeda indexada, como se discute adiante.

Nas discussões sobre o fracasso do Cruzado, as questões ligadas ao ritmo da remonetização e ao nível das taxas de juros passaram a uma posição destacada,<sup>25</sup> como se evidenciou já no Plano Bresser (junho de 1987). Ao anunciar o novo choque, o ministro Bresser Pereira foi muito claro: "Mantendo-se a indexação dos ativos financeiros, principalmente da caderneta de poupança, que continua

---

<sup>23</sup> A forte elevação dos juros em julho-agosto de 1985 para conter a aceleração inflacionária acabou precipitando a queda do ministro da Fazenda, Francisco Dorneles, e do presidente do BCB, Antônio Carlos Lemgruber, tidos como representantes da "ortodoxia" no primeiro ministério do governo Sarney (montado ainda em vida do presidente eleito Tancredo Neves). O novo ministro da Fazenda, Dilson Funaro, forte crítico das políticas "ortodoxas", subiu ao cargo com um discurso voltado para o crescimento e reuniu em torno de si a equipe que preparou o Plano Cruzado nos meses seguintes. Observe-se que, em texto desta época, dois membros destacados da equipe argumentavam que a elevação dos juros em julho-agosto de 1985, argume não tinha efeito antiinflacionário (Arida e Lara-Resende, 1986:28).

<sup>24</sup> Apresentando sua proposta de reforma monetária com moeda indexada, Arida e Lara-Resende (1986:29-30) defendiam a convergência dos juros domésticos para os níveis externos e recomendam cautela no controle da expansão monetária para evitar o risco de deflação. Para Bodin de Moraes (1990b:42-43), nas discussões sobre a noção de inflação inercial e relativas ao desenho de um programa de estabilização para lidar com esta situação específica, pouca ou mesmo nenhuma atenção foi dada à política monetária. Quando [esta] é mencionada de forma explícita, seu papel é no mínimo extremamente obscuro". Marques (1988:114) vai na mesma linha: "A ausência de diretrizes para as políticas monetária e fiscal corroborava a tese de que não existiam pressões de demanda".

<sup>25</sup> Para Simonsen (1995:110), "o calcanhar-de-aquiles de todos os choques heterodoxos foi o descuido na administração da demanda, geralmente fruto de alguma falha de diagnóstico". No Cruzado, para ele o equívoco teria sido a idéia de que os juros nominais podiam ser idênticos aos juros reais anteriores sem causar problemas, ignorando-se que as expectativas de inflação eram maiores que zero.

absolutamente garantida, não há o perigo de se repetir o que ocorreu com o Cruzado -- uma enorme corrida para ativos reais não-financeiros, para ações, imóveis e estoques. (...) Não permitiremos taxas de juros negativas, para evitar a especulação com mercadorias, estoques e outras formas de riqueza" (Bresser Pereira, 1987). Além de manter a indexação, o plano enfatizou os juros altos, mas criando o mecanismo de "retardamento" da correção monetária para reduzir o efeito sobre o Tesouro.

O malogro sucessivo dos dois choques e o enfraquecimento político do governo estimularam o retorno a uma política antiinflacionária mais convencional, voltada para controlar os preços gradualmente, sem choques nem surpresas, logo denominada de "feijão-com-arroz", pela sua pretendida simplicidade.<sup>26</sup> A reaceleração inflacionária no início do segundo semestre reacendeu o debate e as especulações sobre um novo choque. Depois de tentativas de celebrar alguns acordos de preços com o setor privado nos meses finais do ano, apresentados como início de um pacto social a ser negociado progressivamente,<sup>27</sup> o governo anunciou o novo choque na primeira quinzena de janeiro, o Plano Verão.

O expediente usado no Plano Bresser foi acionado de novo, mas com taxas de juros excepcionalmente elevadas. Resultou daí intenso efeito riqueza e forte movimento especulativo. Os aplicadores queriam acertar o momento em que os juros cairiam para sacar rapidamente seus recursos e formar posições em ativos reais e dolarizados antes que seus preços disparassem. Acabou ocorrendo uma "fuga" de proporções nunca vistas no Brasil, levando a um salto assustador da inflação em abril-maio.<sup>28</sup> A resposta da equipe econômica foi a remontagem do "feijão-com-arroz", agora num contexto marcado pela aproximação das eleições presidenciais e a desconfiança generalizada de que o novo governo poderia ser levado a fazer "alguma coisa" para bloquear ou restringir a liquidez dos haveres financeiros, mais especificamente dos títulos federais.

A comprovação empírica e a mensuração dos efeitos da monetização acelerada enfrenta sérios obstáculos. Mudanças em agregados monetários registram o ritmo e a intensidade da monetização, mas nada informam diretamente quanto a

---

<sup>26</sup> Sobre a política monetária em 1988, ver Ferreira (1990:20-28).

<sup>27</sup> Em debates reservados e conversas informais, membros da equipe do então ministro Mailson da Nóbrega admitiram que tais negociações não passavam de um expediente para ganhar tempo e evitar especulações quanto ao novo choque que estava sendo preparado em segredo.

<sup>28</sup> A inflação de março a junho de 1989 mostrou um ritmo de aceleração desconhecido no país, pelo menos nas décadas anteriores. No IGP-DI, as taxas foram de 4,23%, 5,17%, 12,76% e 26,76%, respectivamente. No INPC, 5,90%, 8,06%, 16,67% e 29,40%. O câmbio reagiu com mais lentidão de início: 0,0%, 3,20%, 11,72% e 31,74%, sempre de março a junho.

seus efeitos sobre mercados e preços. Um caminho para fazê-lo seria a análise do volume de transações na economia, por meio das transações feitas através dos bancos, mas não há dados suficientes. Outro caminho é analisar o comportamento de mercados de bens reais e de ativos de risco, para onde deveria estar se dirigindo boa parte do aumento da demanda.<sup>29</sup> Um exercício dessa natureza sobre os choques do governo Sarney (Carvalho, 1992:149-165)<sup>30</sup> mostrou a ocorrência destes efeitos no Cruzado e no Plano Verão. A exceção do Plano Bresser deve ser relativizada devido a suas peculiaridades, que favoreciam uma transição mais suave para a inflação baixa: as regras de indexação foram mantidas, não se difundiram expectativas de inflação zero, a economia vinha em nítida tendência recessiva e havia uma grave crise de crédito em andamento.<sup>31</sup>

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

O primeiro bloco trabalha com os efeitos da abrupta redução dos juros nominais sobre as expectativas dos detentores de ativos financeiros. A sinalização de juros reais expressivos não seria capaz de eliminar o problema, por uma série de motivos. Para uma parcela importante do público, o juro real sinalizado seria irrelevante, pois o juro nominal muito mais baixo que antes tornaria bem mais atraente a satisfação de demandas de consumo reprimidas há muito tempo. Esta tese de "ilusão monetária" foi muitas vezes argüida de forma depreciativa, como demonstração de ignorância. Porém, mesmo para segmentos de maior qualificação intelectual, após uma desinflação abrupta permanece uma grande desconfiança

---

<sup>29</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 (1989:15) sugere que isto seja feito "através de um acompanhamento sistemático da evolução dos mercados especulativos, tipicamente o dólar *black*, o mercado de ações e os mercados de ativos reais, como carros, gado e imóveis".

<sup>30</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 (1989:15) propõe este mesmo caminho para se aferir o grau de confiança do público na sustentação do plano e na meta de inflação baixa.

<sup>31</sup> A afirmação de Bresser Pereira e Nakano (1991b:97) de que "após o congelamento de 1987 não houve uma fuga do mercado de dinheiro em direção aos ativos reais" não faz referências às peculiaridades do segundo choque do governo Sarney. Para Giambiagi (1989:7), a remonetização menos intensa no Plano Bresser e também no Plano Verão pode ser creditada aos efeitos de inovações financeiras, sem fazer referências aos efeitos dos juros muito elevados dos primeiros meses do Plano Verão nem às peculiaridades do Plano Bresser.

sobre qual o nível de juros reais implícito nas taxas nominais praticadas, devido à expectativa de volta da inflação e de que esta volta só será informada pelos índices de preços em um momento seguinte.<sup>32</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 demandas de consumo.

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

O segundo bloco enfatiza o forte impacto distributivo da súbita estabilização dos preços e a tendência de aumento imediato do consumo.<sup>33</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, pois o retorno da inflação, tido como certo, desvalorizará as prestações e elevará os salários.

A tendência de rápida retomada do crédito ao consumidor amplifica os efeitos destes fenômenos. Além da simples possibilidade matemática de voltar a oferecer prestações prefixadas (juros nominais muito altos aproximam o valor das prestações do preço à vista), pesa decisivamente para a ampliação da oferta de crédito o interesse das instituições financeiras de ampliar com rapidez as operações de crédito. Para os grandes bancos, a perda dos elevados ganhos permitidos pela alta inflação é significativa, em especial porque suas estruturas operacionais estavam voltadas para disputar e ampliar estes ganhos.<sup>34</sup> Todos estes movimentos tendem a

---

<sup>32</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, 1990b:41). No conhecido trabalho sobre o fim das inflações altas, Végh (1992:668) defende argumento assemelhado: "Hence, the key ingredient in explaining a consumption boom appears to be lack of credibility and not backward indexation".

<sup>33</sup> Na análise do Plano Cruzado, este argumento foi bastante enfatizado por Camargo e Ramos (1988).

<sup>34</sup> Para uma análise destas questões com destaque para o período posterior ao Plano Real, ver Carvalho (1995).

reforçar-se mutuamente e ampliar o efeito expansionista inicial, como se verificou com nitidez no Plano Cruzado e no Plano Verão, e também no Plano Real.

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

Outra importante vertente do debate econômico destacava as implicações do volume crescente de haveres financeiros com alta liquidez, à medida que as aplicações do público se concentravam em ativos que ofereciam liquidez imediata sem perda de rendimentos (*overnight* e fundos). Os agentes econômicos ficavam assim em condições de reagir com muita rapidez e contundência às políticas de estabilização de preços, alterando a qualquer momento sua demanda por bens e serviços e por ativos reais e de risco. Diante do quadro de restrições externas, um ponto muito sensível era que a liquidez dos exportadores permitia-lhes escolher o momento adequado para fechar negócios e oferecer as divisas no câmbio comercial. Quando um destes momentos de retração coincidia com maior demanda do público por ativos em moeda estrangeira, o aumento de suas cotações era tido como indicador de crise cambial iminente, deteriorando as expectativas e precipitando movimentos especulativos que facilmente colocavam o BCB em sérias 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 dos anos setenta, à medida que se ampliava a percepção de risco cambial e de inflação em alta. Os efeitos negativos das tentativas de manipular indexadores ou de prefixá-los (como em 1980) contribuiu para aperfeiçoar o sistema de indexação. O BCB passou a vincular informalmente a taxa do *overnight* à correção monetária, de modo a reduzir bastante o risco de prejuízos de instituições financeiras que mantinham carteiras de títulos públicos a serem

financiadas diariamente com recursos captados no *overnight*.<sup>35</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>36</sup>

Dessas duas discussões resultou o conceito de moeda indexada: ativos financeiros de curtíssimo prazo, com indexação garantida (formalmente ou não) e liquidez assegurada pelo BCB, reunindo portanto o atributo de liquidez plena (a custo desprezível ou nulo) com uma proteção confiável contra a desvalorização inflacionária.<sup>37</sup>

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

Para garantir a estabilidade dos juros, o BCB tinha de atuar por meio das taxas dos títulos públicos federais, e não apenas devido à sua grande participação no total de haveres financeiros. A elevada liquidez dos agentes econômicos era acompanhada por reduzida demanda de crédito<sup>38</sup>, o que dificultava a elevação dos

---

<sup>35</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*, para mais ou para menos, eram compensados no mês seguinte, de forma a igualar *over* e correção das ORTN acumulada nos três meses anteriores.

<sup>36</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 Capítulo 3.

<sup>37</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).

<sup>38</sup> Sobre a redução da demanda por crédito na primeira metade da década de 1980, ver Almeida (1987).



juros apenas pela aplicação de outros instrumentos de política monetária (empréstimos de liquidez, recolhimentos compulsórios).<sup>39</sup> Assim, a política de juros altos era paga no essencial pelo Tesouro e este ônus era percebido como indicador seguro de que o BCB em algum momento teria que recuar para não agravar as dificuldades fiscais de forma insuportável.

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

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

A criação das LBC facilitava bastante ao BCB a administração dos juros diários, pois reduzia os riscos dos bancos que financiavam carteiras de títulos públicos com captação diária de recursos às taxas de juros correntes. Porém, operações de dívida pública e de política monetária ficavam ainda mais misturadas, sem fronteiras. As LBC se mantiveram praticamente como o único título público negociado ativamente em mercado até o Plano Collor. A partir de 1987, passaram a ser de emissão do Tesouro Nacional, com o nome de Letras Financeiras do Tesouro (LFT).

Os fundos de curto prazo, com rendimento diário e possibilidade de saque imediato sem ônus, deixaram as aplicações com liquidez diária ao alcance de uma significativa parcela do público que antes não tinha acesso ao *overnight*. Até então, muitos bancos não aceitavam aplicações por um dia para valores reduzidos, ou pagavam por elas taxas abaixo da média diária do *overnight*. O pequeno aplicador precisava ainda ficar sempre atento à reaplicação do seu dinheiro, para evitar "enganos" (como a não-reaplicação do dinheiro às sextas-feiras), obrigando-se a ir à agência bancária todo dia ou a realizar demorados telefonemas. Com os fundos,

---

<sup>39</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.

tudo ficava bem mais prático e mesmo recursos reduzidos passavam a receber juros diários quase idênticos à média do *overnight*. Sob o estímulo da concorrência entre as instituições e da preocupação do BCB com a "fuga" dos aplicadores, os procedimentos operacionais dos fundos foram sendo continuamente simplificados.

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

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

A resposta do BCB ao longo do segundo semestre de 1989 foi admitir a indexação dos juros do *overnight* às expectativas de inflação corrente e não mais à inflação passada, expressa nos índices de preços divulgados no final de cada mês. O *overnight* passou a confirmar a expectativa de elevação contínua dos níveis inflacionários, o que foi entendido como sinal de colapso do sistema de indexação<sup>40</sup>.

Este virtual colapso não tornava mais fácil eliminar a indexação. A lição dos choques não era animadora. Às tentativas de suprimir as regras de indexação de um golpe seguiram-se restaurações apressadas, a cada vez com instrumentos mais amplos. No caso de um novo plano de estabilização, os problemas iriam se repetir. Havendo um choque, seria muito difícil defender juros prefixados, por mais altos que fossem. Um programa de natureza gradualista deveria prefixar os juros segundo um índice qualquer, pois a indexação *a posteriori* pela inflação corrente poderia

---

<sup>40</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, 1993:18).

desmoralizar as metas fixadas. Se a prefixação desagradasse os aplicadores, poderia ser inviabilizada pela "fuga" em massa, com pressões insuportáveis sobre os preços. A alternativa de suprimir as regras de indexação e fixar uma meta de expansão monetária bastante rígida era vista como muito arriscada. Temia-se a instabilidade das taxas de juros, o risco de uma grave crise bancária e, mais uma vez, a possibilidade de saque em massa de recursos do sistema financeiro. Reforçava-se assim a idéia de que, para estabilizar os preços e desindexar a economia, era indispensável bloquear ou ao menos reduzir a liquidez das aplicações financeiras.

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

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

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

No debate sobre a dívida mobiliária, dois blocos de opiniões eram identificados. O primeiro sustentava que não era demasiado grande o total de títulos federais em poder do público, cerca de 15% a 20% do PIB de acordo com as estimativas correntes ao longo de 1989. A partir deste dado básico, técnicos ligados ao governo sustentavam não haver risco de descontrole (Guimarães, 1989). Para Werlang (1989) o risco era real, mas apenas porque os temores de uma moratória

poderiam levar à fuga dos aplicadores, temores que já vinham dificultando e encarecendo a rolagem da dívida (Marques e Werlang, 1989). Para eles, se o novo governo assumisse um compromisso claro de honrar o pagamento de seus títulos e adotasse medidas de austeridade fiscal, o problema do endividamento interno poderia ser equacionado sem medidas especiais.

#### **Quadro 2 A Proposta de Zini Jr. para Fundar a Dívida Pública**

---

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

Fonte: Zini Jr. (1989a:55-56)

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

Dentro deste bloco, porém, apenas Zini Jr. (1989 a-d) apresentava de público uma proposta de consolidação e alongamento compulsório do prazo de vencimento da dívida interna. "A dívida pública traz quatro problemas: seu tamanho, seu custo, seu perfil e seu crescimento" (Zini Jr., 1989a:49-50),<sup>41</sup> o que tornava a situação insustentável, com reflexos nocivos sobre as finanças públicas e sobre qualquer tentativa de estabilização monetária. Propunha então a consolidação compulsória de toda a dívida mobiliária em papéis de dez anos de prazo (Quadro 2): "Fundar uma dívida significa estender os prazos de um endividamento fluante 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., 1989a:54).

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

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

As cadernetas de poupança e depósitos a prazo não entrariam no bloqueio. Haveria apenas uma restrição, tida como suficiente para impedir o saque generalizado dos recursos: retiradas feitas nos seis meses seguintes não teriam direito à correção monetária dos dois meses anteriores ao programa. Não há referências ao fato de que boa parte dos recursos de depósitos a prazo e de poupança

---

<sup>41</sup> Num texto posterior, Zini Jr. (1993:300) enfatiza que a comparação do total da dívida com o PIB seria enganosa, porque "a comparação relevante é entre dívida e capacidade de pagamento. A razão entre a dívida federal e a receita tributária não-vinculada (isto é, menos as transferências e vinculações constitucionais) é 3; maior que na Itália e na Holanda, dois dos países europeus mais endividados".

eram aplicados pelos bancos em títulos públicos (forte movimento neste sentido iria ocorrer nos trinta dias antes da posse do governo Collor, ver capítulo 2).

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

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

### **3. Os objetivos do bloqueio da liquidez em março de 1990**

Não existe uma versão oficial sobre os objetivos do bloqueio da liquidez, a estratégia que o orientava e o diagnóstico de que teriam partido seus formuladores. Os documentos e declarações disponíveis são muito sucintos e não há registros das discussões prévias da equipe que elaborou e implementou o plano. A falta de um documento oficial fundamentando o bloqueio pode ser atribuída às circunstâncias em que foi elaborado, mas a inexistência de uma matriz teórica única também deve ter pesado nesse sentido.<sup>42</sup> O debate público sobre as questões que o bloqueio da

---

<sup>42</sup> A ausência de uma base teórica comum foi confirmada nas entrevistas com membros da equipe que elaborou o programa. Um dos entrevistados afirmou não ter lido o documento de Belluzzo e Almeida (1990) tomado aqui como uma referência básica para esclarecer o diagnóstico que orientava o plano. Este mesmo economista, segundo outro integrante da equipe, teria feito grande esforço para se diferenciar das opiniões de Belluzzo durante as últimas discussões com alguns convidados para avaliações da conjuntura e das alternativas possíveis (ver Carvalho, 1996:19-30).

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

Esclarecer estas questões é indispensável para uma avaliação mais precisa do bloqueio e de seus resultados, além do evidente interesse para a história do pensamento econômico no Brasil.

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

O único texto oficial de apresentação e justificação do bloqueio é a Exposição de Motivos 58 que acompanhou a Medida Provisória 168 (*Gazeta Mercantil*, 17/3/1990, p.32). Há também transcrições de trechos do discurso do presidente Fernando Collor e da entrevista coletiva da ministra Zélia Cardoso de Mello no anúncio do plano (idem, p.2).

Tanto a Exposição de Motivos 58 quanto as palavras de Collor e Zélia mostram coincidências quase literais com o texto "Crise e Reforma Monetária no Brasil" (Belluzzo e Almeida, 1990). Publicado apenas em 1990, este texto circulou amplamente no segundo semestre de 1989 e seu teor foi tomado como referência por pelo menos alguns dos elaboradores do Plano Collor. Trata-se do único trabalho conhecido em que se apresenta uma proposta de reforma monetária com bloqueio de haveres financeiros naquele momento.<sup>43</sup> Elaborada no âmbito da assessoria do então candidato do PMDB à Presidência da República, Ulysses Guimarães, esta proposta teria sido discutida por assessores os dois candidatos remanescentes nas semanas que antecederam o segundo turno.

Embora haja diferenças entre a proposta de bloqueio da liquidez de Belluzzo e Almeida e o que foi feito em março de 1990, as idéias ali expressas explicam adequadamente as medidas iniciais do Plano Collor e as opções adotadas em seguida pela equipe econômica do novo governo. Pode-se assim 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 58. Após deplorar os efeitos nefastos da inflação, afirma que "a instituição da correção monetária dos

---

<sup>43</sup> A proposta de Zini Jr. (1989a) também foi divulgada nesta época. Porém, conforme discutido, tratava-se mais de uma proposta de consolidação da dívida pública mobiliária do que de bloqueio da liquidez.

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

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

No final do discurso em que apresentou o plano de estabilização, na reunião ministerial de 16/3/1990, o presidente recém-empossado assim justificou as medidas monetárias: "A violência da inflação e a quase destruição do sistema de preços já ameaçavam o funcionamento da economia, impondo pesadas perdas ao povo brasileiro. Para sustentar de forma duradoura a estabilidade de preços, impõe-se uma reforma monetária austera, capaz de devolver ao Estado o controle sobre a moeda. (...) não deve se traduzir apenas na mudança de denominação do padrão de referência de preços e contratos, mas deve atingir profundamente as formas de acesso à liquidez e os processos de criação do poder de compra. (...) As medidas são de grande profundidade. (...) buscam, sobretudo, preservar os direitos adquiridos pelos cidadãos. (...) tomamos a iniciativa de promover um reordenamento do exercício desses direitos, através de um processo de conversão de cruzados novos para cruzeiros. (...) Para os 10% mais ricos estabelecemos regras que preservam o valor real dos ativos, mas diferindo no tempo o seu acesso à liquidez, sem, contudo, inviabilizar o funcionamento da economia. Além disso, procuramos, através de medidas fiscais aplicadas sobre o estoque de ativos financeiros, acentuar o caráter redistributivo do programa (...)" (*Gazeta Mercantil*, 1990:2).



A ministra Zélia Cardoso de Mello, em encontro com editores de meios de comunicação no Palácio do Planalto, também em 16/3/1990, depois de comentar as medidas na área de finanças públicas, enfatizou: "Mas de que valeria todo este ajuste fiscal se fôssemos continuar com as atuais características da moeda? (...) A existência de moeda e títulos na economia brasileira, estes últimos com características de quase-moeda, acaba impedindo a execução de uma política monetária eficaz, como mostraram os planos de estabilização mais recentes" (*Gazeta Mercantil*, 1990:2).

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

O segundo é a negativa enfática de que as medidas representassem cancelamento de direitos. Por meio do diferimento temporal do acesso à liquidez, buscava-se "apenas o ordenamento de seu exercício", de forma a conciliá-los "com a capacidade de produção de bens e o funcionamento normal dos mercados".

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

Esses elementos aparecem de forma mais elaborada em Belluzzo e Almeida (1990). Para fundamentar sua proposta de bloqueio da liquidez dos ativos financeiros, o texto começa com uma caracterização dos problemas a enfrentar:

"As crises monetárias podem ser interpretadas sempre como crises da avaliação da riqueza sob um dado padrão monetário (...) ou como consequência da incapacidade do Estado de (...) regular os critérios de avaliação de riqueza dos centros privados de decisão. Nas crises monetárias é rompida não só a unidade das funções da moeda, como também alteram-se as relações preexistentes entre moeda ativa e moeda inativa. Nos processos inflacionários agudos, é a função de meio de circulação que absorve as demais; um outro ativo passa a servir de padrão de preços (e contratos) e de reserva de valor" (p. 64-65). Esse papel foi ocupado no Brasil pela quase-moeda ou moeda indexada (todos os direitos líquidos e indexados - *overnight*,

depósitos a prazo e de poupança): "As quase-moedas cumprem genericamente a função de recompor a unidade monetária. Com isto, o Estado reassume formalmente a condição de gestor da moeda, mas sem readquirir o controle da política monetária. (...) A gestão monetária da crise consistiu em aperfeiçoar a moeda indexada a cada rodada em que o poder privado ameaçava a prerrogativa de gestor da moeda exercida pelo Estado" (idem, p.67).

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

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

Para comprovar a inviabilidade destas políticas, prosseguem: "Se a gestão monetária tentar resistir ao ajuste da taxa de juros, um deslocamento ainda que marginal das quase-moedas para os mercados de risco (...) somente poderá ser absorvido por um aumento das cotações (dada a estreiteza destes mercados). (...) A percepção de que a reação dos preços *spot* venha a ser muito forte, de sorte a contaminar outros preços e valores (caso dos bens estocáveis, como matérias-primas

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

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

Expondo os objetivos da reforma monetária, recusam a hipótese de "calote" puro e simples, na forma de confisco ou conversão forçada e indistinta com algum redutor (citando o exemplo da Alemanha de 1948) ou de hiperinflação induzida pela retirada do lastro em títulos públicos da moeda indexada. Nos dois casos, os detentores da riqueza financeira seriam tratados por igual ("pequenos e grandes poupadores, especuladores e fundos de poupança, bancos e empresas, que em outra situação poderiam deslocar recursos para financiamento, investimento e ampliação da produção"), mas com a tendência de serem punidos "os menos ágeis em rever posições e os que detêm limitado poder de efetuar operações ilegais" (p.73).

**Quadro 3 - 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.

---

<sup>1</sup> 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.

Fonte: Belluzzo e Almeida, 1990:74.

Mais que a preocupação de justiça social, enfatizam que a reforma monetária busca "resgatar a unidade monetária, a confiança no gestor da moeda e a destinação produtiva do poder de compra da riqueza acumulada (...), além de concorrer para o reerguimento financeiro do setor público". Seu objetivo "não deve ser a destruição das instituições que mobilizam recursos financeiros e poupanças ou a ruína dos agentes produtivos que detêm saldos financeiros, mas sim o de estancar o conteúdo especulativo que suas ações apresentam no momento, recuperar suas funções e a contribuição deles esperada na formação do emprego e do produto nacional. (...) Ela tem por base a criação de uma nova moeda e a suspensão condicionada da liquidez na moeda antiga (...). Não promove desvalorizações arbitrarias da riqueza financeira, apenas restringe sua liquidez para fins não-produtivos. A contribuição ao investimento, à produção e ao desenvolvimento do mercado de capitais é o critério fundamental para a conversão plena dos saldos em cruzados novos à nova moeda, bem como para o retorno integral da liquidez do estoque de riqueza" (p. 73).

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

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

Dada a incerteza reinante, "as mudanças na forma da riqueza no imediato período após a reforma terão caráter predominantemente especulativo e desestabilizador" e será crucial impedir que se tenha acesso à nova moeda (inclusive o setor público) a não ser "através das relações mercantis do circuito corrente de produção-renda. (...) O principal instrumento da política monetária no período de implantação da reforma será o crédito bancário. A ruptura da liquidez (...) pode determinar uma recessão, o que não é desejável. O crédito fácil, por outro lado, pode concorrer para que não se forme a confiança na nova moeda. (...) A política monetária deverá ser manejada com extrema sensibilidade: deve garantir as provisões de moeda a partir da demanda formada pela ampliação do circuito industrial mas, ao mesmo tempo, recusar-se a sancionar as pressões para que se amplie a circulação financeira" (p.75).

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

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

#### **4. O debate econômico sobre os objetivos do Plano Collor**

No debate que se seguiu ao anúncio do Plano Collor, as divergências sobre quais seriam o diagnóstico e os objetivos do bloqueio da liquidez podem ser resumidas em três questões: se a meta era o controle do fluxo de liquidez ou a redução de seu estoque; se o alvo era M1 ou M4; e se o objetivo maior era monetário (controle da liquidez) ou fiscal (redução de estoque e custo da dívida pública).

Comentando as polêmicas, Serra (1991:275) caracteriza bem as duas primeiras questões: "Observa-se um apaixonado debate entre os economistas. De um lado, enfatiza-se o equívoco que representaria o seqüestro de uma grande fatia do estoque de liquidez da economia (M4), em vez da concentração de esforços e ousadia no corte do crescimento da liquidez nominal, que seria a causa última do processo inflacionário. Do outro lado, sustenta-se que o bloqueio dos ativos financeiros, ou algo equivalente, teria sido essencial e inescapável, face ao papel desestabilizador do estoque de liquidez preexistente na transição da superinflação para a estabilidade de preços. O problema não residiria no tamanho deste estoque, mas na sua espantosa capacidade (endógena) de expansão nominal e alto risco de sua rápida conversão em fluxo".

Posições semelhantes às aqui defendidas estão em Nakano (1991:140-41): "O violento choque monetário corrigiu um dos problemas enfrentados pelas tentativas recentes e fracassadas de estabilização. (...) Nestes programas, (...) a queda inicial da taxa de inflação levou os agentes econômicos a sacarem os ativos financeiros, (...) para consumo e especulação com ativos reais. (...) a liquidez dos ativos financeiros tornava impossível ao BC fazer uma política monetária mais ativa. (...) havia um excesso potencial de liquidez, devido à liquidez dos títulos

públicos, e um desenho institucional anômalo do sistema monetário, em que o Banco Central garante automaticamente a monetização dos títulos públicos. (...) a contração do estoque de M4 para menos de um terço deu ao Banco Central o poder de controlar o seu fluxo, a oferta monetária".

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

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

Simonsen (1991:114) defendeu a outra posição: "Ao invés de conter o fluxo, o Plano Collor resolveu reduzir drasticamente o estoque de liquidez da economia. O modelo não foi o Plano Schacht, da Alemanha de 1923, quando apenas se estancou a expansão monetária, mas o do plano Ehrard de 1948, quando houve o confisco de moeda e ativos financeiros. (...) um plano de estabilização exige que se estanque a expansão de moeda, mas não que se corte a quantidade de moeda. (...) a

contenção é no fluxo, e não no estoque. Por certo, a própria contenção do fluxo exige habilidade num país onde a maior parte da moeda é indexada, pois o fluxo a estancar é o nominal, e não o real".

Pastore (1991) foi na mesma direção: o bloqueio "apenas reduziu o estoque de M4 (...), para depois controlar o seu fluxo, talvez" (p. 159), e "aparentemente partiu do diagnóstico de que era o próprio estoque de M4 que, crescendo, produzia a inflação" (p. 170), aceitando que "sua expansão funcione, para efeito de produzir inflação, exatamente como uma expansão da base monetária e de M1" (p. 160).

Os documentos disponíveis e as medidas adotadas permitem afirmar que o objetivo maior do plano era conter o fluxo de M1, e contê-lo por meio de um instrumento específico, o bloqueio de M4, com o que seria possível impedir que seus detentores provocassem uma brusca expansão (fluxo) de M1, à revelia do BCB. A imobilização do estoque de M4 não se destinava a controlar o fluxo da moeda indexada. A meta era ordenar o fluxo de M1 e ganhar o tempo necessário para que a maior parte do M4 perdesse a condição de moeda indexada, reunificar as funções da moeda no M1 tradicional e recuperar assim a capacidade do BCB de regular a emissão de moeda.

Não se pode concluir daí que os formuladores do plano admitissem que a expansão de M4 tivesse implicações inflacionárias idênticas à expansão de M1 ou que atribuíssem a M4 características semelhantes às da moeda tradicional. A questão era outra: sendo impossível controlar a conversão de M4 em M1, o crescimento de M4 aumentava necessariamente o fluxo potencial de M1. Esta interpretação dá sentido às afirmações de que não se estaria "cancelando direitos", mas sim buscando "ordenar seu exercício no tempo".

Aponta na mesma direção a cautela quanto aos leilões de conversão nas primeiras duas semanas, quando o elevado deságio que se esperava poderia levar ao cancelamento definitivo de boa parte do M4. O artigo 18 da MP 168 permitia ao ministro da Economia alterar os prazos de retenção dos cruzados "ou autorizar leilões de conversão antecipada de direitos em cruzados detidos por parte do público, em função dos objetivos da política monetária e da necessidade de liquidez da economia". Uma semana depois de reabertos os bancos, o diretor de política monetária do BCB, Luís Eduardo Assis, embora reconhecendo nos leilões uma alternativa para o caso de acentuada insuficiência de liquidez, afirmou que não iria antecipá-los, pelo temor de se configurar "uma forte transferência de renda privada para o setor público" caso a intensa procura inicial prevista levasse a um deságio muito grande (*Gazeta Mercantil*, 24-26/3/1990, p. 3). Dias mais tarde, o secretário-executivo do Ministério da Economia, Eduardo Teixeira, declarava não poder anunciar a data do leilão: "Nossa idéia é de que existem formas mais adequadas de injetar liquidez, porque a gente terá o controle mais setorial. (...) O leilão é uma



forma de injetar liquidez que a gente prefere deixar como uma solução (...) mais para a frente" (*Folha de S. Paulo*, 5/4/1990, B6).

Pode-se analisar sob a mesma perspectiva a montagem do complexo mecanismo de convivência e compensação entre as duas moedas (cruzeiros e cruzados novos retidos), fonte de sérios problemas operacionais e de descontrole da emissão de cruzeiros (Carvalho, 1996:120-133). Se o objetivo fosse um corte drástico do M4 (ou um forte imposto de capital), teria sido mais correto impor o alongamento compulsório dos títulos por um prazo muito longo, como na Argentina dois meses antes (Carvalho, 1999), e criar instrumentos de monetização mais genéricos e discricionários, como na Alemanha de 1948. Nas palavras de Zini Jr. (1993:217), duas alternativas melhores para o Plano Collor "teriam sido a criação de um instrumento financeiro novo de longo prazo, ou um bloqueio mais demorado dos depósitos, com um sistema de leilões servindo como meio de desafogo para os que estivessem mais necessitados de liquidez. Os leilões imporiam um prêmio pela liquidez e reduziriam o valor da dívida interna". Pode-se concluir que propostas desse tipo não foram encaminhadas justamente porque o objetivo maior não era o corte de M4, e sim recuperar o controle sobre sua conversão em M1.

A terceira divergência sobre os objetivos do bloqueio aparece em Bresser Pereira e Nakano (1991:96-99). Para eles, o objetivo maior das medidas era obter um ajuste fiscal drástico e imediato e, do ponto de vista monetário, a equipe econômica do novo governo poderia ter aguardado e decidido realizar o bloqueio apenas no caso de ele se tornar de fato necessário. "O debate em torno de uma moratória da dívida interna girava em torno de duas questões: o tamanho da dívida e seu prazo de vencimento (...) muito curto. (...) os agentes econômicos poderiam decidir transformar em consumo ou investimento os seus ativos financeiros líquidos no momento em que cessasse sua valorização nominal". Para eles, a "fuga" era uma possibilidade, mas não uma necessidade, pois os custos e riscos de tal fuga são muito altos para os agentes econômicos. Sendo assim por que se acabou fazendo "uma moratória interna tão radical? (...) se o problema era a possibilidade de os agentes econômicos se desfazerem de seus ativos financeiros, a moratória poderia ser decidida num segundo momento, desde que aquela possibilidade se materializasse. Estamos convencidos de que as razões fundamentais que levaram as novas autoridades econômicas a decidir pela moratória eram diferentes. Confrontaram-se com a impraticabilidade de um ajustamento fiscal drástico num período de tempo muito curto. (...) Esta é a verdadeira lógica da moratória interna". O objetivo maior do bloqueio, portanto, seria a viabilização do ajuste fiscal, que não poderia ser obtido com rapidez de outra forma.

Contudo, se Bresser Pereira e Nakano estivessem certos as medidas do plano deveriam ter fisionomia distinta. Se o objetivo maior fosse o ajuste fiscal e não o controle da monetização, o bloqueio da liquidez poderia ter se limitado aos

títulos federais e às aplicações neles lastreadas (*overnight* e fundos), excluindo cadernetas de poupança e depósitos bancários. Pelo menos não se justificaria a imposição de limites de saque tão estreitos nas cadernetas de poupança e depósitos à vista, em que o benefício fiscal resultante era certamente bem menor que o desgaste político e social.

Da mesma forma, se o objetivo maior fosse fiscal, deveria ter prevalecido um tratamento mais rigoroso dos títulos públicos, em termos de retenção mais longa e maior redução do estoque, como na proposta de se impor um imposto de capital (IOF) "cavalar". Deve-se lembrar que a redução do endividamento interno do setor público vinha sendo promovida de forma persistente e eficaz nos anos anteriores, com uma seqüência de medidas que desvalorizavam dívidas e fundos, em geral pela subestimação da correção monetária ou pela imposição de redutores para sua aplicação em determinados momentos (Zini Jr., 1993:318-24). É admissível argumentar que a meta fiscal do Plano Collor poderia ser atingida com um feriado bancário mais longo, suprimindo-se a correção monetária devida nestes dias, juros mais baixos na segunda quinzena de março e alíquotas de IOF mais elevadas (talvez com alguma progressividade), dispensando-se o bloqueio de haveres financeiros e todas as suas conseqüências e implicações. A tese da preponderância do objetivo fiscal, portanto, não explica a opção pelo bloqueio da liquidez.

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

Vale destacar ainda que o documento de Belluzzo e Almeida (1990) trata da questão de modo pelo menos ambíguo. Embora afirmando que a reforma proposta não deve pretender o cancelamento puro e simples de títulos da dívida pública nem a ruína dos seus titulares, os autores questionam a legitimidade destes títulos, que davam lastro à riqueza privada a um custo muito alto para a sociedade: "Convém lembrar que este é o preço que a sociedade brasileira vem pagando para que as decisões passadas de acumulação de riqueza privada sejam presentemente legitimadas na ausência dos padrões que são adequados às economias capitalistas para a avaliação dos valores patrimoniais" (p. 69). Mais adiante, na sua proposta de reforma monetária incluem o pagamento de um *capital levy* entre as opções para desbloqueio de saldos retidos.

## 5. Considerações finais

O recurso ao bloqueio da liquidez não surgiu por acaso. Ao contrário, suas raízes encontram-se na discussão sobre os fracassos dos programas anteriores, potencializada pela conjuntura particularmente difícil do segundo semestre de 1989 e início de 1990. O debate posterior revela a permanência das preocupações com estes problemas e reflete também um elevado grau de divergências sobre os objetivos do plano e o diagnóstico que inspirou seus autores.

O objetivo principal do bloqueio da liquidez dos haveres financeiros em março de 1990 era impedir a remonetização acelerada e desordenada que vinha acompanhando a desinflação abrupta perseguida pelas políticas de estabilização de choque, a exemplo do ocorrido nos três "planos" do governo Sarney, nos anos anteriores. A centralidade deste objetivo na concepção do Plano Collor se evidencia pelo exame dos poucos documentos oficiais disponíveis e, principalmente, da própria natureza das medidas adotadas.

O esclarecimento de qual era a estratégia do Plano Collor facilita a discussão a respeito dos problemas que enfrentou. A incapacidade de controlar a remonetização, evidenciada claramente logo nas primeiras semanas depois do bloqueio, recolocou em cena os problemas que deveriam estar sendo resolvidos pelas medidas adotadas e é o principal indicador do fracasso do Plano Collor em atingir seus objetivos (para esta discussão, ver Carvalho, 1996:201-216).

#### THE COLLOR PLAN IN THE ECONOMIC BRAZILIAN DEBATE

*Abstract: the purpose of this paper is to clarify what were the intentions of the Collor Plan contributors and the diagnosis of the economic overview from which they started. It is argued that the alternative for a liquidity blockade in the financial assets was related to three economic issues related to the Brazilian stabilization problems faced in previous years: difficulties to control the money supply in the case of abrupt deflation; implications of the excess of liquidity of the financial assets, the so-called indexed money; strong growth of the internal debt and its unreliable scheme regarding the daily refinancing on the money market. The Collor Plan tried to face these three problems simultaneously, but the major purpose of the liquidity blockade was to control a fast money supply which would foster with the drop of inflation and giving the fiscal objectives a subordinate importance. It also presents a summary of the subsequent economic debate concerning these questions.*

*Key Words: Collor Plan; liquidity blockade; monetary reform; stabilization policies; Brazilian Economic Thought*

#### REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Almeida, Júlio S.G. (org.) (1987). "Evolução e Impasses do Crédito". São Paulo, IESP/Fundap, Relatório de Pesquisa nº.4.
- Arida, Persio e Lara-Resende, André (1986). "Inflação Inercial e Reforma Monetária". In: Arida, P. (org.), *Inflação Zero: Brasil, Argentina e Israel*. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 12ª ed., p. 9-35.
- Bacha, Edmar L. (1995). "Plano Real: Uma Avaliação Preliminar". Rio de Janeiro, *Revista do BNDES*, v.2(3), jun, p. 3-26
- Baer, Monica (1993). *O Rumo Perdido. A Crise Fiscal e Financeira do Estado Brasileiro*. São Paulo, Paz e Terra, 213 p.
- Barros de Castro, Antônio (1991). "O Plano como Resposta e Trégua". In: Faro (org.), *Plano Collor: Avaliação e Perspectivas. Revista Brasileira de Economia*, v. 44, edição especial, jan., p. 175-179.
- Belluzzo, Luiz G. M. e Almeida, Júlio S. G. (1990). "Crise e Reforma Monetária no Brasil". *São Paulo em Perspectiva*, 4(1), p. 63-75, jan/mar.
- Belluzzo, Luiz G. M. e Almeida, Júlio S. G. (1991). *Crise e Reforma Financeira no Brasil*. Cópia xerografada dos originais.
- Bodin de Moraes, Pedro (1988). "Keynes, Sargent e o Papel da Política Monetária em um Programa de Estabilização". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 18(1), abr., p. 145-160.
- Bodin de Moraes, Pedro (1989). "Dívida interna dá sinal de alarme". *Jornal do Brasil*, (s/d).
- Bodin de Moraes, Pedro (1990a). "Política Monetária e Oferta de Crédito Durante o Plano Cruzado". *Revista Brasileira de Economia*, v.44 (1), jan./mar., p.21-33.
- Bodin de Moraes, Pedro (1990b). "A Condução da Política Monetária durante o Plano Cruzado". *Revista de Economia Política*, 10, 2(38), abr/jun, p. 33-52.
- Bresciani-Turroni, C. (1989) *A Economia da Inflação*. Rio de Janeiro, Expressão e Cultura, 236 p.
- Bresser Pereira, Luiz C. (1987). Pronunciamento no anúncio do plano de estabilização, em 12/6/87. São Paulo, *Revista de Economia Política*, v.8, 4(28), out./dez.
- Bresser Pereira, Luiz C.; Nakano, Yoshiaki (1991). "Hiperinflação e Estabilização no Brasil: o Primeiro Plano Collor". *Revista de Economia Política*, 11, 4(44), out/dez, 89-114.
- Camargo, José Márcio e Ramos, Carlos Alberto (1988). *A Revolução Indesejada*. Rio de Janeiro, Campus, 79 p.
- Carneiro, Dionísio e Goldfajn, Ilan (1991). "Reforma Monetária: Prós e Contras do Mercado Secundário". In: Faro (org.) *Plano Collor: Avaliação e Perspectivas. Revista Brasileira de Economia*, v. 44, edição especial, jan., p.205-222.

- Carvalho, Carlos E. (1992). "Liquidez e Choques Antiinflacionários". In: Batista Jr., Paulo N. e Belluzzo, Luiz G. M. (orgs.), *A Luta pela Sobrevivência da Moeda Nacional*. São Paulo, Paz e Terra, p.126-203.
- Carvalho, Carlos E. (1995). "Bancos e Inflação no Brasil. Comentários depois do Plano Real". São Paulo, Fundap/Iesp, mimeo., 30 p.
- Carvalho, Carlos E. (1996). *Bloqueio da Liquidez e Estabilização: O Fracasso do Plano Collor*. Campinas, Unicamp, Instituto de Economia, tese de doutorado, 224p.
- Carvalho, Carlos E. (1999). "Plano Bonex: peculiaridades do bloqueio da liquidez na Argentina em 1990". São Paulo, Centro Brasileiro de Análise e Planejamento - Cebrap, *Novos Estudos*, 55, nov., p. 37-60.
- Cysne, Rubens P. (1991). "Plano Collor: Contrafactualidade e Sugestões sobre a Condução da Política Monetária Fiscal". In: Faro (org.) (1991), *Plano Collor: Avaliação e Perspectivas*. *Revista Brasileira de Economia*, v. 44, edição especial, jan., p. 382-395.
- Dall'Acqua, Fernando M. (1990). "A Reforma Monetária de 1948 na Alemanha". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 20(1), abr., 141-160.
- Emmer, R. (1955) "West German Monetary Policy 1948-54". *Journal of Political Economy*, 63(1), p. 52-69.
- Fanelli, José M., Frenkel, Roberto; Rozenwurcel, Guillermo (1992). "Transformación Estructural, Estabilización y Reforma del Estado en Argentina". Buenos Aires, CEDES, Documentos CEDES 82, 42p.
- Ferreira, Carlos Kawall Leal (1990). *Política Monetária Ativa e Consistência Fiscal. A Experiência de 1988/89*. São Paulo, Fundap/IESP, Textos para Discussão n.1, ano 3, mar.
- Franco, Gustavo H. B. (1988). "O Milagre do Rentenmark: Uma Experiência Bem-Sucedida com Moeda Indexada". *Revista Brasileira de Economia*, v. 43, n.3, jul./set., p. 431-150.
- Gazeta Mercantil* (1990). Edição extra, 17/3, n. 19.299.
- Giambiagi, Fábio (1989). "A Política Monetária de um Plano de Estabilização: Uma Agenda para Reflexão". Rio de Janeiro, IPEA, Texto para Discussão 177, nov., 18 p.
- Gianetti da Fonseca, Eduardo (1991). "A Teoria e a Prática na Expansão Monetária de 1990". *Gazeta Mercantil*, 6/3, p. 5.
- Guimarães, Roberto F. (1989) "Dívida pública mobiliária e taxa de juros". São Paulo, Conselho Regional de Economia, *Economia em Perspectiva*, abril, p. 1-2.
- Kiguel, Miguel A.; Liviatan, Nissan (1991). "Lessons from the Heterodox Stabilization Programs". Washington, The World Bank, Working Papers WPS 671, mimeo., may, 40 p.
- Kiguel, Miguel A. e Liviatan, Nissan (1992). "Three Big Inflations". Washington, The World Bank, mimeo., nov., 46 p.
- Llach, J. (1990). "Las Hiperestabilizaciones sin Mitos". Buenos Aires, Inst. Torcuato Di Tella, DTE 168, mimeo., 56 p.

- Lutz, F. A. (1949) "The German Currency Reform and the Revival of the German Economy". *Economica*, 16, may, p. 122-42.
- Marques, Maria Silvia B. (1988). "O Plano Cruzado: Teoria e Prática". *Revista de Economia Política*, 8, 3(31), jul/set, p. 101-130
- Marques, Maria Silvia B.; Werlang, Sérgio R. C. (1989) "Moratória Interna, Dívida Pública e Juros Reais". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 19(1), abr., p.19-44.
- Mendonça de Barros, Luís Carlos (1993). "Moeda Indexada, uma Experiência Brasileira". Campinas, *Economia e Sociedade*, 2, p.3-24, ago.
- Mendonça de Barros, Luiz C.; Goldenstein, Lidia (1989). "O constrangimento da dívida mobiliária". São Paulo, Conselho Regional de Economia, *Economia em Perspectiva*, abril, p. 3-4.
- Ogasavara, Roberto S. (1989) "Análise da evolução da dívida pública". *Conjuntura Econômica*, jan., p. 47-51, e fev., p. 45-50.
- Pastore, Affonso C. (1991). "A Reforma Monetária do Plano Collor". In: Faro (org.) *Plano Collor: Avaliação e Perspectivas*. *Revista Brasileira de Economia*, v. 44, edição especial, jan., p.157-174.
- Revista de Economia Política* (1990), v. 10, 3(39), jul./set., 114-120.
- Sargent, Thomas (1982). "The Ends of Four Big Inflation". In: Hall, Robert E. (ed.), *Inflation: Causes and Effects*. Chicago, The University of Chicago Press, p.41-97.
- Serra, José (1991). "O Plano e o Déficit". In: Faro (org.), *Plano Collor: Avaliação e Perspectivas*. *Revista Brasileira de Economia*, v. 44, edição especial, jan., p.275-84.
- Silva, Adroaldo M. da (1979). "Intermediação Financeira no Brasil". São Paulo, FIPE/USP, mimeo.
- Simonsen, Mário Henrique (1991). "Aspectos Técnicos do Plano Collor". In: Faro (org.) *Plano Collor: Avaliação e Perspectivas*. *Revista Brasileira de Economia*, v. 44, edição especial, jan., p. 113-128.
- Simonsen, Mário Henrique (1995). *Trinta Anos de Indexação*. Rio de Janeiro, FGV Editora, 168 p.
- Tavares, Maria da Conceição (1983). "O Sistema Financeiro e o Ciclo de Expansão Recente". In: Belluzzo e Coutinho (orgs.), *Desenvolvimento Capitalista no Brasil*, v.2. São Paulo, Brasiliense, p. 107-138.
- Végh, Carlos A. (1992). "Stopping high inflation". Washington, International Monetary Fund, Staff Papers, v. 39, n. 3, sep., p. 626-695.
- Werlang, Sérgio R. C.(1989) "Dívida interna e crise do setor público". Rio de Janeiro, *Jornal do Commercio*, 16/7, p. 18.
- Zini Jr., Álvaro A. (1989a). "Fundar a Dívida Pública". Brasília, *Planejamento e Políticas Públicas*, 2, dez., p. 39-59.
- Zini Jr., Álvaro A. (1989b) "Fundar a dívida pública do Brasil". *Folha de S. Paulo*, 18/1, B-2.

Zini Jr., Álvaro A. (1989c) "Aprofundar o debate sobre dívida pública interna". *Folha de S. Paulo*, 6/4, B-2.

Zini Jr., Álvaro A. (1993). "Reforma Monetária, Intervenção Estatal e o Plano Collor". In: *O Mercado e o Estado no Desenvolvimento Econômico dos Anos 90*. Livro do IPEA, 137.

Zini Jr., Álvaro A. (1989d) "A política do avestruz e o endividamento". São Paulo, Conselho Regional de Economia, *Economia em Perspectiva*, abril, p. 6-7.