

O fracasso do Plano Collor: erros de execução ou de concepção?

Carlos Eduardo Carvalho^{*1}

A frustração dos objetivos antiinflacionários do Plano Collor, de março de 1990, é um tema esquecido no debate econômico brasileiro. O bloqueio da liquidez da maior parte dos haveres financeiros conseguiu derrubar a inflação elevada e em aceleração, na faixa de 70% ao mês em janeiro e fevereiro, mas no fim do ano a inflação voltara a quase 20% ao mês. Prevaleceu na época a interpretação de que o plano falhara devido à liberação descontrolada de valores retidos, provocada por pressões sobre o governo e por erros de gerenciamento do programa. Decorre daí a tese de que o bloqueio da liquidez poderia ter dado bons resultados se tivesse sido aplicado com maior rigor e coerência. Este artigo sustenta a tese oposta de que o plano falhou porque era inaplicável. Manter a retenção dos haveres financeiros naquela escala era impossível, pois implicaria a paralisação do sistema de pagamentos e uma grave crise bancária.

Palavras-chave: Plano Collor; bloqueio da liquidez; reforma monetária; políticas de estabilização no Brasil

Classificação JEL: E65; N16; E63; E58

^{*} Pontifícia Universidade Católica de São Paulo PUCSP.

¹ Versão revista do capítulo 2 da tese de doutorado defendida no Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, em 1996, “Bloqueio da Liquidez e Estabilização: O Fracasso do Plano Collor”. Agradeço os comentários de Arno Meyer, Henry González, José Carlos de Souza Braga, Reinaldo Lacerda e Valdir Ramalho. A versão final beneficiou-se de críticas e sugestões em dois seminários no Grupo de Pesquisa em Moeda e Crédito da PUCSP, agosto de 2002. Erros e equívocos remanescentes são de minha responsabilidade.

The failure of Collor Plan in stabilizing the Brazilian economy, in March 1990, is a neglected area in Brazilian economics. The liquidity blockade involving the majority of financial assets reduced inflation rates substantially, from 70% per month to 10% per month, but it rose again gradually to almost 20% per month in December. The return to high inflation was attributed to the government's inability to manage a controlled lifting of the blockade, due to political and social pressure, as well as to some errors in the program implementation. This interpretation leads to the hypothesis that the liquidity blockade could have been successful if had it been correctly implemented and managed. This article argues the opposite thesis that the blockade failed because implementation was in fact impossible. Maintaining the strict imposition of the blockade rules would have paralysed the payment system and precipitated a very serious banking crisis.

Key words: Collor Plan; liquidity blockade; monetary reform; stabilization policies in Brazil

A frustração dos objetivos antiinflacionários do Plano Collor, de março de 1990, é um tema esquecido no debate econômico brasileiro. Anunciado em 16/3/1990, dia seguinte à posse de Fernando Collor de Mello na presidência da República, o bloqueio da liquidez da maior parte dos haveres financeiros derrubou de imediato a inflação elevada e em aceleração, da faixa de 70% mensais na média de janeiro e fevereiro, para a faixa de 10% ao mês nos meses seguintes, mas em dezembro os preços cresciam a 20% ao mês. Durou seis meses a tentativa de estabilização com bloqueio da liquidez. Estava derrotada em setembro, quando a política monetária e a política cambial voltaram aos padrões característicos dos anos de alta inflação. Houve dois períodos distintos nesta trajetória. O primeiro, do bloqueio até meados de maio, foi marcado pela rápida monetização, pela volta da inflação para o nível de 10% ao mês e pela passagem do medo de uma recessão catastrófica para o medo de descontrolar a oferta de moeda e da inflação. O segundo período começou no final de maio, quando se anunciou uma nova política, dita ortodoxa, com ênfase no controle da oferta de moeda e na supressão dos instrumentos

típicos da convivência com a moeda indexada e com a inflação alta. O abandono desta política em setembro marcou a derrota do Plano Collor e deu lugar à fase de acomodação que se estendeu até o chamado Plano Collor II, no final de janeiro de 1991.

Na análise dos determinantes do fracasso do bloqueio da liquidez, prevaleceu na época a interpretação de que o plano falhara devido à liberação descontrolada de valores retidos, provocada por pressões políticas e sociais sobre o governo e por erros de gerenciamento do programa. Decorre daí a tese de que o bloqueio da liquidez poderia ter obtido bons resultados se tivesse sido aplicado com rigor e coerência.

Este artigo sustenta a tese oposta, de que o plano falhou porque era inaplicável. A liquidez se recompôs com rapidez porque o Banco Central do Brasil – BCB se viu compelido a financiar amplamente o sistema bancário logo nos primeiros dias de aplicação das medidas, sem o quê a retenção dos haveres financeiros na escala pretendida provocaria a paralisação do sistema de pagamentos e a eclosão de uma grave crise bancária.

Para demonstrar esta tese, o trabalho se divide em quatro seções: a primeira expõe as medidas de bloqueio da liquidez e discute os seus objetivos, frente aos quais se justifica a afirmação de que o programa fracassou; a segunda analisa os indicadores de monetização e a recomposição da liquidez em poucas semanas; a terceira apresenta uma proposta de avaliação da eficácia das medidas com base na identificação e quantificação dos fatores que provocaram a monetização acelerada; a quarta seção, por fim, discute as causas e as implicações do descontrole do sistema bancário, apontado como o determinante básico da frustração dos objetivos do plano; seguem-se ao final as conclusões.

1. O bloqueio da liquidez e seus objetivos

A proposta de bloquear a liquidez dos ativos financeiros ligava-se ao debate econômico brasileiro dos anos de 1980 por três grandes vertentes: primeira, a tendência de monetização acelerada nos casos de desinflação abrupta, com forte e rápido aumento da base monetária e do M1, e as dificuldades para controlá-la e evitar seus efeitos negativos sobre os preços; segunda,

as implicações da elevada liquidez dos haveres financeiros, a chamada moeda indexada; e terceira, o rápido aumento da dívida mobiliária interna e seu precário esquema de financiamento diário no mercado monetário.²

O Plano Collor procurou enfrentar as três questões conjuntamente. O plano partia da convicção de que uma política monetária efetiva seria inviável sem que se eliminasse a moeda indexada,³ mas aceitava que não seria possível desmontar a indexação de um golpe, sob risco de “fuga” em massa dos aplicadores. Decidiu-se assim bloquear os haveres financeiros para ordenar a monetização e devolver ao BCB as condições para controlar a oferta de moeda, sem a necessidade de recorrer a taxas de juros muito altas que pressionariam a dívida pública. 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.

O programa econômico anunciado em 16/3/1990, dia seguinte à posse de Fernando Collor de Mello na presidência da República, tinha o nome oficial de Plano Brasil Novo, quase nunca utilizado. Plano Collor foi o nome que prevaleceu, em geral designando só o bloqueio dos haveres financeiros (Quadro 1), sem referência ao amplo leque de medidas de finanças públicas, política de rendas, política cambial, comércio exterior e administração pública.⁴

A medida decisiva do Plano Collor foi o bloqueio da liquidez da maior parte dos haveres financeiros, com exceção do papel-moeda. Criou-se uma

2 Para uma discussão mais ampla da concepção do Plano Collor, ver Carvalho (1996 e 2000).

3 Sobre o conceito de moeda indexada, ver Belluzzo e Almeida (1990), Barros (1993) e Minella (1995).

4 O conjunto das medidas está na edição extra da *Gazeta Mercantil* de 17/3/1990 (n. 19.299). O livro *Plano Collor de estabilização econômica* (1990) apresenta os documentos legais do Plano Brasil Novo, inclusive as diversas medidas provisórias já transformadas em leis. Há um bom resumo do plano em Zini (1993:308-316). A maior parte das publicações da época concentrou-se no bloqueio, caso da coletânea organizada por Clóvis de Faro (1991) e publicada como edição especial da *Revista Brasileira de Economia* (v. 45, ed. especial, jan. 1991). Outras duas coletâneas interessantes são Tavares et al. (1990) e Oliveira (1991).

nova moeda, o cruzeiro (denominação da moeda brasileira até 1986, quando foi substituída pelo cruzado, e depois pelo cruzado novo, em 1989), para a qual os haveres existentes seriam convertidos de acordo com regras diferenciadas, após o pagamento de 8% de IOF (imposto sobre operações financeiras).

Os valores em cruzados novos bloqueados ficariam recolhidos no BCB por 18 meses, recebendo juros de 6% ao ano mais correção monetária, e seriam liberados em 12 parcelas mensais depois de 18 meses. O papel-moeda teve conversão imediata para cruzeiros. Nos demais haveres retidos, cada pessoa podia converter de imediato apenas Cr\$ 50 mil (pelo câmbio oficial, US\$ 1.300,00; pelo câmbio paralelo, US\$ 610,00). Recursos dos tesouros dos três níveis de governo ficaram livres do bloqueio e do IOF especial.

Os cruzados novos bloqueados poderiam ser usados por 60 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.

Quadro 1: O Bloqueio da Liquidez no Plano Collor – Medida Provisória 168, 15/3/1990, depois Lei nº 8.024, 12/4/1990

Bloqueio da liquidez de parte considerável dos haveres financeiros, exceto o papel-moeda em poder do público. Os valores em cruzados novos bloqueados ficariam recolhidos ao Banco Central do Brasil por 18 meses, recebendo juros de 6% ao ano mais correção monetária, creditados diariamente, e seriam liberados em 12 parcelas mensais a partir do 19º mês.

Os haveres financeiros seriam convertidos ao par, de cruzados novos (NCz\$) para cruzeiros (Cr\$), após a cobrança extraordinária de 8% de IOF (imposto sobre operações financeiras) nos haveres não monetários e na venda ou transmissão de ações e ouro, isentos os depósitos à vista e os títulos e depósitos do ativo das instituições financeiras.

A conversão em cruzeiros deveria ser feita no momento da liberação dos valores retidos, com regras diferenciadas:

- papel-moeda, conversão imediata, sem bloqueio;
- depósitos à vista e cadernetas de poupança, liberação imediata de até Cr\$ 50 mil (pela taxa de câmbio oficial de 13/3/1990, US\$ 1.300,00; pela taxa do câmbio paralelo, US\$ 610,00 em 13/3, US\$ 1.110,00 em 19/3 e US\$ 770,00 em 30/3);
- 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.

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 18 meses permaneceriam denominados integralmente em cruzados novos até o vencimento.

Os cruzados novos bloqueados poderiam ser usados por 60 dias (até 18/5/1990) para pagamento de impostos, taxas, contribuições e obrigações previdenciárias e por 180 dias podiam ser transferidos entre pessoas físicas e jurídicas, “para fins de liquidação de dívidas e operações financeiras comprovadamente contratadas antes de 15/3/1990”, processo denominado de “transferência de titularidade”.

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

FONTES: BCB; GAZETA MERCANTIL (EDIÇÃO EXTRA, 17/3/1990, N. 19.299, P. 32); REVISTA DE ECONOMIA POLÍTICA, 1990:117-120.

O predomínio do caráter de bloqueio da liquidez é o que dá unidade às medidas adotadas e permite compreender os seus objetivos. O Plano Collor queria derrubar a inflação de imediato, mas para tanto bastaria um congelamento de preços. Com o bloqueio se pretendia assegurar que as pressões inflacionárias não fossem repostas logo em seguida, como ocorrera de forma cada vez mais rápida e intensa nos três choques heterodoxos dos anos anteriores.⁵

Não há 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. 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.⁶ Embora haja diferenças entre a proposta de bloqueio da liquidez de Belluzzo e Almeida e o que se fez em março de 1990, o texto explica bem o desenho do Plano Collor, é a melhor exposição de seus objetivos e do diagnóstico que o orientava.

5 Sobre os choques heterodoxos do governo Sarney, ver Modiano (1989) e Carvalho (1992).

6 A proposta de Zini Jr. (1989) se concentrava na consolidação da dívida pública mobiliária e não na questão da liquidez.

Destacam-se alguns pontos comuns nestas fontes. Um deles 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 generalizada, responsável pelo desenvolvimento da moeda remunerada, a moeda “da riqueza inativa”, enquanto a moeda tradicional “paga o trabalho e remunera a produção e o investimento”. 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. Outro ponto 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 elaborada em Belluzzo e Almeida (1990). Para fundamentar sua proposta de bloqueio da liquidez dos ativos financeiros, defendem que o problema maior não era a fragilidade fiscal do setor público, e sim a impossibilidade de recuperar o controle da moeda, o que tornava indispensável uma reforma monetária capaz de “resgatar a unidade monetária, a confiança no gestor da moeda e a destinação produtiva do poder de compra da riqueza acumulada. A questão imediata a enfrentar é a do acesso à nova moeda, enquanto não se recompõem as expectativas de longo prazo. (...) 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 (...) recusar-se a sancionar as pressões para que se amplie a circulação financeira. (...) o reequilíbrio dos estoques exigirá um controle estrito dos fluxos” (p. 74-5).

Na formulação do bloqueio, portanto, a questão decisiva era controlar o acesso à liquidez e garantir que a emissão da nova moeda fosse feita com fins “adequados” à estabilização. Como se imaginava que isto seria feito? Uma hipótese é de que, como seria impossível separar “fisicamente” os dois

canais de acesso à liquidez (o “produtivo” e o “especulativo”), o “ordenamento” seria um problema essencialmente quantitativo: a oferta restrita permitiria ao BC “leiloar” a liquidez, o fundamento da proposta de “leilões” de cruzados retidos, nunca realizados. Outra hipótese é de que a separação dos canais se daria essencialmente pela via de entrada: o pagamento de salários seria uma via positiva, ligada a um motivo “real”, “produtivo”.

2. A monetização descontrolada

O nível de liquidez da economia contraiu-se bruscamente logo após o bloqueio dos haveres financeiros, mas recuperou-se com rapidez nas três semanas seguintes, o que se verifica pela rápida expansão da base monetária e do M1, pelo comportamento dos juros e do crédito e também por indicadores de produção e vendas e de preços de ativos de risco. Nos mercados de risco houve queda abrupta logo após o choque e os primeiros sinais de recuperação surgiram em fins de março. O início de abril⁷ foi o momento decisivo: rápida queda dos juros, recuperação das bolsas de valores, consolidação do patamar mais alto no dólar paralelo. Em abril as vendas do comércio voltaram ao nível real de fevereiro e a produção industrial fez o mesmo em maio.

7 O papel-moeda em poder do público (Tabela 1) cresceu acima de 6% ao dia no início de abril e 10,6% na sexta-feira 6/4. A falta de numerário em agências bancárias em 05/04 suscitou no BCB o receio de se esgotarem as cédulas existentes. O Comunicado 2.075 do BCB (6/4/1990) anunciou o lançamento da cédula de Cr\$ 5.000,00, com a efígie da República. A cédula de maior valor em 15/3/1990 era de Cr\$ 500,00 (efígie de Augusto Ruschi). A Resolução 1.689 do BCB, art.9 (16/3/1990), previa para apenas 30/6/1990 o lançamento da cédula de Cr\$ 1.000,00 (Cândido Rondon), para 30/7/1990 a de Cr\$ 5.000,00 (Carlos Gomes) e para o fim do ano a de Cr\$ 10.000,00 (Vital Brazil). Ainda segundo o Comunicado 2.075, a cédula de Cr\$ 5.000,00 com a República seria impressa “com características (...) simplificadas, de modo a permitir seu ingresso na circulação poucos dias após a edição das medidas do plano de estabilização econômica”. Comentou-se que a matriz com a efígie da República fôra elaborada meses antes para viabilizar a impressão de grande número de cédulas com formato igual e valores diferentes, no caso de um surto hiperinflacionário.

2.1. Base Monetária e Haveres Financeiros

A base monetária e o M1 expandiram-se de forma acelerada logo após o choque, tendência que se manteria até meados de maio, o que atenuou bastante os efeitos da redução do M4 (Tabelas 1 a 3). Além da previsível tendência de crescimento da demanda por M1 na seqüência de choques antiinflacionários, atuavam no mesmo sentido o trauma do bloqueio, a proibição de cheques ao portador acima de 100 BTN (Cr\$ 3.996,89 em 19/3, US\$ 94,03 no câmbio comercial ou US\$ 88,82 no paralelo) e o fim das aplicações financeiras ao portador. A demanda por papel-moeda foi estimulada também pelas dificuldades operacionais dos bancos após o choque.

Tabela 1: Base Monetária e Meios de Pagamento, 1990, Saldos em Cr\$ milhões

Final de Período	Base Monetária	Papel Moeda em Poder do Público	M ₁	Total do M ₁	Tit. Fed. em Poder do Público (1)	Tit. Est./Mun. em Poder do Público (1)	M ₂	Depósitos de Poupança	M ₃	Títulos Privados (2)	M ₄
Jan.	80.300	38.748	78.159	116.907	965.347	203.937	1.286.191	482.364	1.768.555	243.193	2.011.748
Fev.	140.004	64.979	159.297	224.276	1.531.013	371.766	2.127.055	992.570	3.119.625	352.856	3.472.481
Mar.	342.362	226.646	432.961	659.607	540.908	460.447	1.660.962	1.220.481	2.881.443	270.960	3.152.403
Abr.	582.095	325.626	568.507	894.133	968.896	476.801	2.339.830	1.027.239	3.367.069	472.894	3.839.963
Mai.	921.527	425.554	790.688	1.216.242	1.126.504	568.013	2.910.759	928.001	3.838.760	605.593	4.444.353
Jun.	836.766	437.420	772.497	1.209.917	1.100.305	322.083	2.632.305	939.147	3.571.452	961.036	4.532.488
Jul.	761.580	399.908	809.410	1.209.318	1.308.373	411.012	2.928.703	1.169.701	4.098.404	1.123.293	5.221.697
Ago.	781.611	461.366	860.051	1.321.417	1.404.954	464.390	3.190.761	1.354.394	4.545.155	1.381.767	5.926.922
Set.	921.385	541.358	973.982	1.515.340	1.372.077	545.048	3.432.465	1.513.102	4.945.567	1.714.918	6.660.485
Out.	919.838	507.228	1.011.389	1.518.617	1.588.914	664.919	3.772.450	1.720.881	5.493.331	2.147.317	7.640.648
Nov.	1.026.262	649.711	1.161.165	1.810.876	1.754.017	762.394	4.327.287	1.956.959	6.284.246	2.395.232	8.679.478
Dez.	1.621.272	979.722	1.530.525	2.510.247	1.866.802	922.926	5.299.975	2.369.105	7.669.080	2.653.755	10.322.835

Fonte: DADOS BRUTOS: BANCO CENTRAL DO BRASIL – BOLETIM MENSAL, VOL. 28, N. 7-9, JUL./SET. DE 1992 (TAB. 1.1.2, COL. 3; TAB. 1.4.1, COL. 1, 7, 8, 14, 24, 27, 30, 35, 55).

(1) EXCLUÍ TÍTULOS EM CARTEIRA DO BANCO CENTRAL E DE OUTRAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS.

(2) INCLUI DEPÓSITOS A PRAZO, LETRAS DE CÂMBIO E LETRAS HIPOTECÁRIAS.

Tabela 2: Base Monetária e Meios de Pagamento, 1990 – Valores Reais (INPC), dez. 1998 = 100

Final de Período Monetária	M1	Tit. Fed. em Poder do Público (1)	Tit. Est./Mun. em Poder do Público (1)	M2	Depósitos de Poupança	M3	Títulos Privados (2)	M4
	Papel Moeda em Poder do Público	Depósitos à Vista	Total do M1					
Jan.	56,14	48,76	50,98	105,64	179,56	102,35	83,53	82,14
Fev.	54,11	57,11	56,21	96,29	188,13	97,28	84,68	84,48
Mar.	103,59	85,21	90,74	18,67	127,90	41,70	42,93	40,60
Abr.	129,79	97,57	107,27	29,27	115,50	51,22	43,75	43,13
Mai.	158,07	126,46	135,97	31,61	128,22	59,38	46,48	46,52
Jun.	145,54	110,67	121,16	27,65	65,13	48,10	38,74	42,50
Jul.	118,15	102,96	107,53	29,20	73,80	47,52	39,47	43,47
Ago.	121,50	97,53	104,74	27,95	74,33	46,15	39,02	43,99
Set.	124,78	96,66	105,12	23,89	76,35	43,45	37,16	43,26
Out.	102,17	87,72	92,07	24,17	81,39	41,73	36,07	43,37
Nov.	111,93	86,13	93,90	22,82	79,82	40,94	35,29	42,14
Dez.	141,67	95,29	109,25	20,39	81,10	42,09	36,15	42,06

FONTE: TABELA 1 E INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA

(1) EXCLUI TÍTULOS EM CARTEIRA DO BANCO CENTRAL E DE OUTRAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS.

(2) INCLUI DEPÓSITOS A PRAZO, LETRAS DE CÂMBIO E LETRAS HIPOTECÁRIAS.

Tabela 3: Base monetária e meios de pagamento, saldos em dias selecionados, março – abril/1990 (Cr\$ milhões)

Mês	Data	Base Monetária			Meios de Pagamento (M1)		
		Papel-Moeda em Circulação (A)	Reservas Bancárias (B)	Total (C=A+B)	Papel-Moeda em Circulação (D)	Depósitos à Vista (E)	Total (F=D+E)
Mar.	1	83.774	63.103	146.877	65.941	162.700	228.641
	6	104.044	48.850	152.894	87.634	164.592	252.226
	13	112.802	65.706	178.508	93.536	230.744	324.280
	19	144.993	52.283	197.276	111.577	352.492	464.069
	20	157.075	70.964	228.039	128.265	346.472	474.737
	21	173.846	64.831	238.677	145.274	350.974	496.248
	22	197.647	67.482	265.129	159.601	351.305	510.906
	23	223.106	62.838	285.944	184.716	335.099	519.815
	26	222.361	67.681	290.042	180.937	373.238	554.175
	27	221.228	63.362	284.590	187.460	362.994	550.454
	28	222.246	60.561	282.807	191.944	353.826	545.770
	29	237.947	88.315	326.262	203.968	355.449	559.417
	30	259.493	82.869	342.362	220.411	391.996	612.407
Abr.	2	267.114	94.184	361.298	227.650	387.232	614.882
	3	275.380	106.837	382.217	241.423	385.455	626.878
	4	293.155	113.217	406.372	257.529	406.985	664.514
	5	313.612	139.174	452.786	273.370	431.200	704.570
	6	335.059	141.243	476.302	302.378	423.835	726.213
	9	345.339	148.048	493.387	300.360	464.089	764.449
	10	358.175	116.126	474.301	308.332	462.095	770.427
	11	372.274	127.607	499.881	324.003	463.810	787.813
	16	364.013	143.180	507.193	303.173	485.655	788.828
	17	346.479	158.778	505.257	300.727	480.871	781.598
	18	339.163	149.927	489.090	297.545	462.683	760.228
30	366.660	215.435	582.095	325.967	521.922	847.889	

FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL, DEPARTAMENTO ECONÔMICO. DADOS FORNECIDOS MEDIANTE CONSULTA.

2.2. Volume de Crédito

O valor real do crédito, excluído o sistema habitacional⁸ (Tabela 4), caiu 12,2% no final de março sobre o final de fevereiro, mas cresceu 10,6% em abril e maio. A redução do valor real dos empréstimos contratados antes do choque decorreu no essencial da correção das operações de curtíssimo prazo (*hot money*), indexadas aos juros dos depósitos interfinanceiros – DI, por um percentual muito abaixo da inflação de março, seguindo os juros do *overnight*. O volume de crédito informado pelo BCB aparece na Tabela 4 descontado dos juros diários dos DI acumulados no período.

Tabela 4: Empréstimos do Sistema Financeiro ao Setor Privado por Emprestadores Finais, 1990
SalDOS descontados dos juros dos CDI acumulados no mês (dez. 1989 = 100)

Final de Período	Bancos Múltiplos	Bancos Comerciais		Banco do Brasil	Bancos de Investimento Privado	Bancos Estaduais de Desenvolvimento	Total Exclusive (SCI + APE + CEE + CEF)	
		Oficiais Federais	Privados Estaduais					
Jan.	99,99	89,13	91,89	57,92	102,96	96,43	92,84	94,79
Fev.	104,13	84,38	83,18	50,98	90,17	86,62	87,97	92,71
Mar.	127,77	95,58	103,68	46,20	97,91	89,52	113,90	108,67
Abr.	141,34	113,78	102,37	59,51	122,79	102,52	132,73	125,61
Mai.	150,01	134,11	122,15	56,07	127,01	111,72	137,28	132,83
Set.	161,53	152,42	158,10	68,76	120,39	111,01	129,05	139,77
Dez.	132,24	137,64	116,01	71,44	113,51	87,36	91,76	118,64

FONTE: BOLETIM MENSAL DO BANCO CENTRAL DO BRASIL, VOL. 28, Nºs. 7-9, JUL./SET. 1992. ELABORAÇÃO DO AUTOR.

2.3. Juros

Há três restrições importantes à utilização das taxas de juros como indicador do nível de liquidez logo após o bloqueio da liquidez em março de

⁸ Os dados do BCB sobre o crédito total refletem a queda de 42% nos empréstimos da Caixa Econômica Federal em maio de 1990, da ordem de 42%, para o que não há explicações. Como a CEF respondia por um terço dos empréstimos ao setor privado no início de 1990 e os créditos habitacionais têm prazo longo e eram pouco sensíveis aos efeitos do bloqueio, optou-se por analisar o crédito sem o sistema habitacional, CEF/CEE/SCI/APE (Caixa Econômica Federal, Caixas Econômicas Estaduais, Sociedades de Crédito Imobiliário, Associações de Poupança e Empréstimo).

1990: o BCB continuou a balizar as taxas *overnight* diariamente; os bancos adotaram uma postura cautelosa por conta de dificuldades operacionais; e são precários os dados disponíveis para as primeiras três semanas após o choque. Para os primeiros dias, existem apenas as taxas informadas pela imprensa diária, de precisão discutível. Por estas informações, o *hot money* (taxa diária comparável à do *overnight*) subiu de 20% a 22% ao mês no dia 20/3 para 28% a 30% ao mês, no dia seguinte, e chegou de 33% a 35% ao mês em 2/4. Nesta data, a taxa cobrada por um empréstimo de 30 dias era de 31% ao mês, dentro da faixa de 25% a 50% ao mês do final de março. Os juros recuaram com rapidez a partir de 3/4. No dia 4/4, o juro diário do *hot money* estava entre 15% e 18% ao mês e as operações de crédito por 30 dias custavam entre 18% e 21% ao mês.

Tabela 5: BTN e *Overnight* (Títulos Públicos e CDI), Taxas Nominais e Reais, Correção Cambial, INPC e Paridade Cambial – 1990-91

Período	BTN		<i>Overnight</i> Títulos Públicos		<i>Overnight</i> - CDI		Correção Cambial (%a.a.)	INPC	Paridade Cambial jan. 1990=100
	Nominal	Real(INPC (%a.m.))	Nominal (%a.a.)	Real(INPC (%a.m.))	Nominal (%a.a.)	Real(INPC (%a.m.))			
1990 Jan.	56,11	(59,14)	67,59	(4,27)	68,23	0,21	54,59	68,19	100,00
Fev.	72,78	(8,03)	82,05	72,19	79,94	49,71	65,31	73,99	96,06
Mar.	41,28	(95,27)	36,75	(96,80)	36,39	(96,90)	59,34	82,18	82,97
Abr.	-	(80,65)	4,24	(68,16)	5,12	(64,78)	27,03	14,67	92,47
Mai.	5,38	(19,57)	5,70	(16,59)	5,94	(14,29)	9,06	7,31	95,54
Jun.	9,61	(19,76)	8,80	(26,60)	9,38	(21,76)	9,35	11,64	93,39
Jul.	10,79	(17,85)	13,81	13,44	14,34	19,95	16,46	12,62	98,79
Ago.	10,58	(15,83)	11,50	(7,04)	12,65	5,15	7,88	12,18	97,90
Set.	12,85	(13,84)	15,22	10,56	17,50	39,87	5,27	14,26	91,52
Out.	13,71	(7,29)	16,47	23,62	21,96	114,85	25,98	14,43	104,06
Nov.	16,64	(2,84)	19,80	33,91	23,05	84,63	29,39	16,92	116,45
Dez.	19,39	2,55	22,84	44,34	27,78	131,67	25,54	19,14	121,52
1991 Jan.	20,21	(7,10)	21,02	0,70	23,46	27,95	24,97	20,95	125,72

FONTES: DADOS BÁSICOS – ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DE MERCADO ABERTO, BANCO CENTRAL DO BRASIL, CENTRAL DE CUSTÓDIA E LIQUIDAÇÃO FINANCEIRA DE TÍTULOS PRIVADOS, INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA, REVISTA ANÁLISE FINANCEIRA, FUNDO MONETARIO INTERNACIONAL, GAZETA MERCANTIL E THE ECONOMIST.

ELABORAÇÃO: CENTRO DE ANÁLISE MACROECONÔMICA/FUNDAPE O AUTOR.

2.4. Atividade Produtiva e Mercados de Risco

Os preços dos ativos de risco caíram de forma acentuada logo após o choque, da mesma forma que o nível de atividade (Tabela 6).⁹ Este quadro começou a se reverter já no fim de março.¹⁰ Nas primeiras semanas de abril as ações voltaram a subir e surgiram os primeiros sinais de recuperação do comércio. O aumento das vendas, além de afastar o receio de uma grave recessão, transmitiu-se logo em seguida à indústria. A demanda por ativos reais e de risco apresentou ao mesmo tempo forte recuperação: o índice da Bolsa de Valores de São Paulo subiu 114,3% em abril e o ouro, 44,3%.¹¹

Para a estratégia do plano, era fundamental reverter as expectativas de alta permanente dos preços. Para tanto, se deveria impedir que houvesse a liquidez necessária para pressionar as cotações nos mercados de risco e estimular previsões altistas em geral. A retração do comércio elevaria os riscos de retenção de estoques e estimularia a venda de posições em ativos reais e de risco, até mesmo para financiar gastos correntes. Os indicadores do ano de 1990 confirmam este quadro, com a queda do PIB de 4,4%. Esta brutal recessão só se configurou no segundo semestre, porém, e pode ser atribuída, em boa parte, às medidas de correção do plano em maio e

9 Sobre o uso destes indicadores na análise de choques antiinflacionários, ver Carvalho (1992:163-164) e Giambiagi (1989:15).

10 O dólar paralelo caiu NCz\$ 82,00 em 13/3 para Cr\$ 45,00, em 19/3, e subiu a Cr\$ 55,00 em 23/3 e Cr\$ 65,00 em 30/3 (*Análise Financeira*, 1992).

11 A alta das bolsas de valores no início de abril foi reforçada pela decisão da CVM de ampliar de 10 para 30 dias o prazo máximo para pagamento do resgate de cotas dos fundos mútuos de ações, o que lhes permitiu reduzir o ritmo de vendas (*Gazeta Mercantil*, 4/4/1990, p. 24). Houve também a decisão do Congresso Nacional de alterar o período de cálculo do IOF sobre ações (ver seção 3.2) para 13/3/1990 a 30/3/1990, quando as cotações estavam bastante deprimidas, com o que se reduziu muito o imposto devido (*Gazeta Mercantil*, 12/4/1990, p. 1).

em agosto-setembro, e não apenas ao bloqueio da liquidez e a seus efeitos imediatos.¹²

Tabela 6: Indicadores da Atividade Produtiva e Preços de Ativos de Risco

	Mês	Indústria Brasil ¹		Indústria SF ³		Comércio Varejista Grande São Paulo ⁶			Ibovespa ⁸	Dolar paralelo ⁹
		Geral	Duráveis ²	INA ⁴	MUCI ⁵	Geral	Duráveis ²	Não-duráveis ⁷		
1988	Dez.	108,21	116,64	97,30	78,30	177,02	169,04	157,97	–	–
1990	Jan.	111,06	121,24	98,20	78,60	122,35	133,34	130,63	10049,00	37,50
	Fev.	105,14	120,75	94,10	76,80	103,55	107,93	123,63	16597,00	65,00
	Mar.	107,32	114,45	83,30	72,40	92,32	113,56	126,60	7275,00	65,00
	Abr.	78,75	72,58	62,90	59,60	98,50	123,13	120,74	15587,00	74,00
	Mai.	108,23	142,95	80,30	68,20	114,04	133,36	113,52	14643,00	88,00
	Jun.	111,81	105,62	87,00	71,10	99,04	113,59	110,28	17618,00	88,00
	Jul.	125,32	128,49	34,30	76,50	98,43	112,37	95,44	29822,00	81,00
	Ago.	132,88	160,88	97,90	78,20	111,27	121,92	108,06	25071,00	81,50
	Set.	125,27	148,39	96,40	78,50	106,17	85,66	92,33	23099,00	89,50
	Out.	128,87	160,55	87,30	77,30	98,55	83,40	85,90	17060,00	113,00
	Nov.	115,47	149,05	90,50	73,00	95,44	85,51	86,56	26510,00	146,00
	Dez.	92,42	92,11	80,90	64,90	118,05	125,09	107,09	25156,00	188,00

FONTES: INSTITUTO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA; FEDERAÇÃO DAS INDÚSTRIAS DO ESTADO DE SÃO PAULO; FEDERAÇÃO DO COMÉRCIO DO ESTADO DE SÃO PAULO; BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO; REVISTA ANÁLISE FINANCEIRA.

(1) IBGE.

(2) BENS DE CONSUMO DURÁVEIS.

(3) NIESF.

(4) INDICADOR DO NÍVEL DE ATIVIDADE, COM AJUSTE SAZONAL.

(5) NÍVEL DE UTILIZAÇÃO DA CAPACIDADE INSTALADA.

(6) FEDERAÇÃO DO COMÉRCIO DO ESTADO DE SÃO PAULO.

(7) BENS DE CONSUMO DURÁVEIS.

(8) ÍNDICE DA BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (FIM DE PERÍODO).

(9) VALOR DE VENDA (FIM DE PERÍODO)

12 A análise dos dados mensais de produção e vendas enfrenta dificuldades importantes: a base de comparação, pois 1989 foi um ano atípico; o efeito de mudanças abruptas nas taxas mensais de inflação sobre as séries deflacionadas; o caráter limitado de comparações mês a mês, mesmo com taxas dessazonalizadas; o impacto recessivo inevitável logo após o bloqueio, “dado o acúmulo defensivo prévio de estoques de matérias-primas e de produtos finais e o nível artificial assim gerado” (Zini, 1993:316); e o efeito recessivo da redução da oferta provocada mais pelo impacto do bloqueio do que pela queda da demanda, pelo menos nas primeiras semanas (Bresser Pereira e Nakano: 1991:105).

3. Fatores de criação de cruzeiros e de aumento da liquidez

A análise da monetização da economia logo após o choque deve esclarecer se o retorno rápido e desordenado da liquidez decorreu de problemas inerentes ao próprio bloqueio ou a erros e recuos na sua aplicação. Há duas hipóteses a considerar. A primeira é de que o ritmo em que se expandiu a liquidez era inevitável por conta da própria concepção do plano, da mesma natureza das medidas e das condições da economia brasileira. A segunda hipótese é de que o processo escapou ao controle e se acelerou devido a problemas de gerenciamento do programa (equivocos diversos e impossibilidade de resistir às pressões para afrouxamento das regras iniciais). A avaliação a partir dos dados disponíveis sustenta a primeira hipótese.

A análise se concentra nos números divulgados pelo BCB, apresentados nas Tabelas 7 a 9 (ver seção 4). O maior problema destes dados é a ausência de informações sobre a rubrica “outras contas”, de peso muito alto entre os fatores condicionantes da base monetária de março a maio de 1990, bem como sobre a metodologia adotada na “conta de depósitos em NCz\$ – MP 168” (Tabela 7). Os valores atribuídos às duas rubricas são muito altos e há grande número de divergências entre os dados contidos nas diferentes tabelas do BCB para o período.¹³

A metodologia proposta é relacionar cada fator de monetização e de aumento da liquidez com as situações de descontrole ocorridas logo após o bloqueio. Além de discutir o impacto de cada fator e o momento em que seus efeitos apareceram com mais intensidade, buscou-se classificá-los sob dois critérios, que podem ser sobrepostos.¹⁴

O primeiro critério preocupa-se com o vínculo entre cada fator e a estratégia de bloqueio da liquidez. Cada fator de monetização e aumento da liquidez pode ser classificado como inevitável (inevitável em qualquer programa com bloqueio da liquidez, ou inevitável nas condições e regras

13 Para uma análise detalhada desses números, ver Carvalho (1996:149-159).

14 Gianetti da Fonseca (1991) adota a classificação dos “canais de retorno da liquidez” em legais e previstos, legais e não previstos e ilegais.

do Plano Collor) ou como evitável, decorrente de erros de gerenciamento do plano ou de afrouxamento das medidas. Por este primeiro critério, a preponderância de fatores inevitáveis reforçaria a primeira hipótese apresentada no início desta seção, mesmo se a inevitabilidade de cada fator analisado puder ser atribuída a condições e regras específicas do Plano Collor, e não a bloqueios da liquidez em geral. O predomínio de fatores evitáveis, ao contrário, confirmaria a segunda hipótese.

O segundo critério discute a previsibilidade dos efeitos provocados pelas medidas do bloqueio e o grau de controle que as autoridades poderiam ter sobre seus desdobramentos. Sob este critério, cada fator deve ser considerado previsível ou imprevisível, a partir da possibilidade de serem antevistos os seus efeitos após o bloqueio. É preciso ainda avaliar se tais efeitos podiam ser evitados ou controlados, fossem eles previsíveis ou não. A primeira hipótese é reforçada caso preponderem fatores, previsíveis ou não, cujos efeitos não poderiam ser controlados e deveriam ser atribuídos à natureza do programa, a exemplo dos fatores de efeitos inevitáveis do primeiro critério. A segunda hipótese seria fortalecida caso predominem fatores que, previsíveis ou não, produziram efeitos que poderiam ser controlados ou evitados: se não o foram, teria havido falhas de gerenciamento do programa ou pressões sobre as autoridades econômicas.

O Quadro 2 classifica por estes critérios os principais fatores de monetização e os principais fatores de aumento da liquidez. Quando possível, indica-se a participação de cada um deles no crescimento da base monetária de março a maio de 1990 (Tabela 7) e do M4 de 19/3 a 31/5 (Tabela 8). Os números demonstram a preponderância dos fatores de monetização e aumento da liquidez cujos efeitos eram inevitáveis, ou seja, eram decorrentes da estratégia de bloqueio da liquidez ou das condições específicas do Plano Collor (item A, Quadro 2). Os fatores classificados como evitáveis (item B, Quadro 2) respondem por apenas 27,9% da expansão do M4 e por 10,3% do crescimento da base monetária até maio. As subseções seguintes analisam os fatores listados no quadro e fundamentam a classificação adotada.

Deve ser dada especial atenção ao que teria ocorrido até a primeira semana de abril, momento de clara inflexão dos indicadores analisados na seção 2.1, com sinais de aumento acelerado da liquidez. Até aquele

Quadro 2: Principais fatores de monetização e de aumento da liquidez

A. Fatores inevitáveis

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

- Impostos federais (menos superávit de caixa do Tesouro): 44,3% da expansão da base monetária e 8,8% do M₄.

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

- Conversão inicial: 35,6% do M₄.
- Câmbio: 26,2% da base monetária e 5,2% do M₄.
- Impostos estaduais e municipais e contribuições previdenciárias (75% do total) 30,9% da base monetária e 6,1% do M.

A.3. Inevitáveis e de efeitos imprevisíveis:

A.3.1. Decorrentes das regras do bloqueio:

- Manutenção de parte dos cruzados retidos como meio de pagamento, pela combinação da transferência de titularidade com o pagamento de impostos com a moeda retida.
- Desvalorização real das dívidas de curtíssimo prazo (*hot money*).

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

- Empréstimos de liquidez aos bancos + depósitos de instituições financeiras (abril e maio, Tabela 7): 24,4% da base e 4,8% do M₄.
- Descontrole dos bancos e financiamento pelo BCB (NCz\$ que deveriam ter sido recolhidos e só o foram em junho, Tabela 8): 30,7% da base e 6,1% do M₄.
- Inadimplência de devedores.

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

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

- Rendimentos de cadernetas de poupança: 16,8% do M₄.

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

- Impostos estaduais e municipais e contribuições previdenciárias (25% do total): 10,3% da base monetária e 2,0% do M₄.

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

- As “torneirinhas” (item B, Tabela 8): 9,1% do M₄.

FONTE: TABELAS 7 E 9. ELABORAÇÃO DO AUTOR.

momento, os efeitos dos fatores evitáveis se faziam sentir apenas parcialmente, o que enfraquece ainda mais a segunda hipótese em discussão. A liberação de cruzados nas aplicações bloqueadas de aposentados e pensionistas, a “torneirinha”¹⁵ com maior volume (mais de metade do total, Tabela 8), foi autorizada apenas em 26/3 (BCB, Circular 1.623) e quase metade do valor assim convertido só seria sacado em maio. Liberações para pagamento de folha salarial foram autorizadas já em 18/3 (BCB, Res. 1.692), mas até fins de março foram pouco utilizadas, possivelmente devido às dúvidas quanto às regras estabelecidas¹⁶. Até o início de abril a grande maioria das empresas pagou os salários na data prevista e justamente em 5 e 6 de abril faltou numerário em agências bancárias, conforme comentado no início da seção 2.

No caso dos rendimentos de cadernetas de poupança, um dado relevante é o saque líquido de Cr\$ 60 bilhões até 30/3, estimado pela Associação Brasileira das Empresas de Crédito Imobiliário e Poupança (ABECIP), número muito inferior ao total de rendimentos da Tabela 8 e ao total de saques de março a maio. Os saques devem ter aumentado em abril, possivelmente nos primeiros dias, nos quais se concentra grande número de cadernetas de baixo valor.

A expansão da liquidez até o fim de março deve ser atribuída no essencial, portanto, a fatores inevitáveis em um programa com bloqueio da liquidez ou a fatores resultantes das regras e das condições de implementação do programa de março de 1990. No começo de abril entrou em

15 A expressão “torneirinha” designava os canais por onde estaria ocorrendo o “vazamento” da moeda bloqueada.

16 O Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal ofereciam créditos para pagamento de salários já em 21/3 (*Gazeta Mercantil*, 22/3/1990, p. 27), mas a demanda foi pequena. Até 30/3, o BB liberou Cr\$ 10,2 bilhões, mas Cr\$ 10 bilhões eram financiados com recursos próprios. Só Cr\$ 217 milhões tiveram origem em cruzados retidos e atenderam apenas 400 empresas, segundo Alberto Policaro, presidente do BB (*Gazeta Mercantil*, 2/4/1990 p. 21). Em 3/4, Ibrahim Eris, presidente do BCB, se disse surpreso com a baixa demanda pela linha de crédito de até Cr\$ 15 milhões por empresa (*Folha de S. Paulo*, 4/4/1990, B1). Até 3/4, a CEF atendeu apenas 119 empresas com folha salarial até Cr\$ 3 milhões (*Folha de São Paulo*, 5/4/1990, B6). As Circulares 1634, 1636 e 1637 (BCB, 29/3/1990) ampliaram os limites para uso de cruzados retidos no pagamento de salários.

cena um fator evitável, o crédito em cruzeiros dos rendimentos das cadernetas de poupança. Nestes mesmos dias, contudo, o salto abrupto do papel-moeda em poder do público (Tabela 3) foi estimulado pelo pagamento dos salários. A realização destes pagamentos no dia previsto e com pouca utilização do financiamento especial (outra “torneirinha”) confirmou a recuperação da liquidez nas semanas anteriores.

3.1. Conversão inicial

Os haveres financeiros foram convertidos ao par, descontado o IOF, mas apenas uma parte ficou disponível de imediato. Do M4 de NCz\$ 4,2 trilhões em 13/3¹⁷, a liberação inicial foi de Cr\$ 1,4 trilhão (Tabela 9), o que gerou base monetária de Cr\$ 197,3 bilhões e M1 de Cr\$ 464,1 bilhões em 19/3 (Tabela 1). Pela classificação proposta, a conversão inicial era um fator de monetização previsível, mas sob controle apenas parcial. Isto porque a equipe que elaborou o bloqueio podia chegar a estimativas razoáveis sobre o impacto das regras adotadas, mas não a números exatos. Não foram divulgadas metas para a conversão inicial e não se sabe se ficou de acordo com o pretendido.

Os valores liberados estariam disponíveis segundo as regras de cada modalidade (Quadro 1). Depósitos à vista¹⁸ e *overnight*, liberação imediata. Nas cadernetas de poupança os cruzeiros liberados podiam ser sacados de imediato, mas haveria perda dos rendimentos se a retirada fosse feita antes da data de aniversário (dia do mês em que a conta fora aberta e no

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

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

qual eram creditados regularmente os juros e a correção monetária). Depósitos a prazo, saque apenas no vencimento. Nos fundos, a redação inicial das regras do bloqueio indicava que a liberação seria feita de acordo com a disponibilidade de cruzeiros de cada fundo, mas os tumultos nas agências bancárias nos primeiros dias levaram o BCB a obrigar os bancos a darem liquidez às ordens de saque dos cotistas, mesmo que os fundos não tivessem cruzeiros para fazê-lo.¹⁹

O total de Cr\$ 1,4 trilhão da Tabela 8 deve incluir também liberação de cruzeiros por ativos com vencimento posterior.²⁰ A Tabela 8 atribui valor muito reduzido a vencimentos posteriores de títulos federais e nada informa sobre vencimento de títulos estaduais e municipais e títulos privados. Nas cadernetas, a conversão inicial (incluindo contas com aniversário depois de 19/3), entre Cr\$ 500 bilhões e Cr\$ 800 bilhões (seção 3.2), deve estar incluída no Cr\$ 1,4 trilhão.

3.2. Rendimentos de Cadernetas de Poupança

Os rendimentos de cadernetas de poupança respondem por 16,7% da formação do M4 em cruzeiros da Tabela 8, com Cr\$ 658,6 bilhões até 30/4 e mais Cr\$ 4,8 bilhões em maio. É um valor muito elevado e de grande peso na monetização. Sua magnitude decorre de ter sido mantida a correção monetária pelo IPC do mês anterior. Entendeu-se que os depositantes tinham direito adquirido à correção pelo IPC de fevereiro e de março, por ter o bloqueio ocorrido com o mês já iniciado. Ainda assim, não se creditou em abril o rendimento de 85,24% aos cruzados bloqueados nas contas com aniversário de 14 ao fim do mês.

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

20 Logo nos dias seguintes liberou-se o saque de cruzeiros nas cadernetas de poupança e também nos fundos mútuos, embora a MP 168 tivesse estabelecido que estes só estariam disponíveis no vencimento.

Rendimentos corrigidos pela inflação passada estimulam o gasto em momentos de queda brusca da inflação, problema enfrentado em planos de estabilização anteriores. Assim, os rendimentos de cadernetas devem ser classificados como fator de expansão da liquidez previsível, sob controle parcial, e que só poderia ser evitado à custa de desgaste político e social. O controle pode ser considerado apenas parcial porque a equipe que elaborava o plano não dispunha de um perfil atualizado das cadernetas antes do bloqueio. O risco de desgaste político e social pode ser avaliado pelo esforço do governo em afastar qualquer conotação de confisco da poupança: suspender ou reter rendimentos que os depositantes acreditavam ter direito a receber poderia comprometer esta versão dos fatos e gerar reações desfavoráveis.

3.3. Impostos e Contribuições Previdenciárias

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

A elevada participação do Tesouro Nacional na expansão da base monetária (Tabela 7) se explica por seus gastos terem sido realizados em cruzeiros, mas a partir de recolhimentos do público em cruzados novos, convertidos de imediato em cruzeiros pelo BCB.²¹ Assim, até 60 dias após o bloqueio, o pagamento de impostos e contribuições em cruzados pro-

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

vocava criação de cruzeiros, descontado o superávit de caixa retido pelo Tesouro Nacional.²²

A permissão para pagamento de impostos e contribuições com os cruzados retidos tornou-se uma fonte de criação de cruzeiros original e poderosa, principalmente pela combinação com os efeitos do mecanismo de transferência de titularidade.²³ Frente à desconfiança quanto à liberação dos cruzados retidos, podia ser interessante quitar débitos fiscais em atraso ou em litígio e teriam ocorrido operações irregulares ou fraudulentas com o objetivo de liberar cruzados.²⁴

Originou-se daí o questionamento da permissão para pagamento de obrigações fiscais com cruzados retidos, apontada muitas vezes como responsável pelo descontrole da monetização. É um exagero. O dispêndio fiscal tende a ser sempre um dos principais fatores de monetização logo após um bloqueio da liquidez. Terá que ser criado algum instrumento extraordinário para prover o Tesouro de uma dotação inicial que permita a realização de seus gastos enquanto o público não dispuser da nova moeda no volume necessário para pagar impostos, e quanto mais drástico tiver

22 Não se justifica a não explicitação dos impostos estaduais e municipais e das contribuições previdenciárias entre os fatores de expansão da base monetária. O recebimento destes valores em cruzados implicava emissão automática de cruzeiros e deveria, portanto, constar explicitamente da Tabela 7, na condição de fator condicionante da base monetária naquele período, embora não o seja normalmente. Estados, municípios e previdência devem ter gasto a totalidade dos cruzeiros recebidos, ou quase tudo, já que não operam com reservas significativas. As estatísticas do BCB devem ter incluído tais valores na conta MP 168, a título de liberações de cruzados, como se discutirá em seguida.

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

24 Contribuintes teriam feito o pagamento de impostos e contribuições “por engano”, com cruzados retidos, para em seguida acusar o erro e pedir devolução, a ser feita em cruzeiros. Municípios e mesmo estados teriam criado débitos fictícios de cidadãos ou empresas, com data anterior a 15/3/1990: feito o pagamento com cruzados retidos, o Tesouro repassava parte dos cruzeiros para o suposto devedor; ou era “questionado” por este, reconhecia o “erro” e devolvia o dinheiro, em cruzeiros. O aviso 282 do Ministério da Economia (2/5/1990) visava coibir estes procedimentos com advertências aos bancos que recebessem cruzados para pagamentos de “multas administrativas em geral”.

sido o bloqueio maior deverá ser a dotação inicial.²⁵ O que deve ser questionado não é a criação de um instrumento com esta finalidade, portanto, mas qual o grau de controle que o instrumento permite.

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

Os números da Tabela 8 indicam que houve controle sobre os cruzeiros creditados ao Tesouro Nacional: dos Cr\$ 675,3 bilhões assim gerados até 31/5/90, Cr\$ 328,8 bilhões foram esterilizados como superávit de caixa e entraram na economia Cr\$ 346,5 bilhões, pouco mais da metade. Os Cr\$ 212,5 bilhões gerados pelo pagamento de impostos estaduais e municipais e os Cr\$ 109,2 bilhões de contribuições previdenciárias devem ter sido gastos integralmente. Somando-se estes valores ao que resultou do pagamento de impostos federais, menos o superávit de caixa da União, o total de cruzeiros introduzidos na economia até 31/5 pelo pagamento de impostos e contribuições foi de Cr\$ 668,2 bilhões (Tabela 8). É um valor muito alto, próximo à expansão total da base monetária de março a maio de 1990 (Cr\$ 781,5 bilhões, Tabela 7) e quase metade do M4 em 19/3 (Cr\$ 1,4 trilhão, Tabela 8).

25Na conhecida reforma alemã de 1948, as dotações iniciais aos governos estaduais e municipais e às autoridades militares de ocupação foram de DM 3,13 bilhões, 25,5% dos DM 12,29 bilhões criados de início, e os correios e as ferrovias estatais receberam outros DM 810 milhões, também no primeiro momento (Lutz, 1949:124). Essas dotações foram feitas na forma de depósitos nos bancos centrais estaduais, livremente movimentáveis. Sobre programas com bloqueio da liquidez, ver Gurley (1953), Ramalho (1993), Carvalho (1999).

Do total, quanto decorreu de pagamentos irregulares ou imprevistos²⁶, atribuíveis a erros na condução do plano, e quanto foi gerado pelo pagamento normal de impostos e contribuições, fonte de criação da nova moeda, inerente ao próprio plano? Uma resposta precisa só poderia vir da análise rigorosa dos pagamentos de impostos e contribuições com cruzados retidos, mas não há dados disponíveis para fazê-lo.²⁷ Com tais restrições, a opção foi estimar que 25% dos cruzeiros obtidos por estados, municípios e previdência no período tiveram origem nas possibilidades de burla criadas pelas regras do bloqueio e 75% (recebidos em cruzeiros ou em cruzados) eram receitas previsíveis e em nada afetaram suas despesas.²⁸ A escolha destes percentuais partiu de comparações com os dados sobre o Tesouro Nacional. Assim, pagamentos irregulares e imprevistos de impostos estaduais e municipais e contribuições previdenciárias somaram Cr\$ 80,4 bilhões (Cr\$ 52,3 bilhões em março e abril e Cr\$ 28,2 bilhões em maio).

Havia alternativas à regra adotada, para dar liquidez aos tesouros subnacionais e à Previdência ou aos contribuintes para que pagassem suas obrigações? Uma opção seria combinar uma dotação inicial aos tesouros com a abertura de créditos aos contribuintes para pagamento de obrigações

26 Irregulares seriam os procedimentos fraudulentos; imprevistos, os legais (antecipações, quitação de atrasados e de pendências judiciais).

27 Outro caminho seria comparar uma estimativa do pagamento esperado de impostos e contribuições com o realizado. As dificuldades são também insuperáveis: houve mudanças substanciais em alguns dos principais com a entrada em vigor da Constituição de 1988, o que dificulta comparações com anos anteriores. Não há dados sobre as receitas municipais mês a mês nem sobre os gastos de estados e municípios. A receita de impostos em abril e maio foi também afetada por outros fatores, como oscilações bruscas da atividade produtiva, fim das operações ao portador, mudanças nas regras, combate à sonegação. Não há informações que permitam isolar o efeito de apenas uma destas causas.

28 Os dados disponíveis sobre receitas estaduais, municipais e da previdência não têm sentido claro. A arrecadação do ICMS caiu muito em março de 1990, cresceu em abril e maio, mas não superou de forma significativa os valores reais destes meses em 1989. Os valores mais altos de 1990, em termos reais, aparecem em meados do ano, quando já não se podiam usar cruzados, e até setembro ficaram acima de maio. A receita total da previdência em maio de 1990 foi a maior do ano, mas continuou em níveis elevados nos meses seguintes.

na nova moeda. Ocorreria emissão de base monetária, mas se evitaria o uso dos cruzados retidos como meio de pagamento e haveria maior controle do que na fórmula adotada, em que a decisão de usar os cruzados retidos ficava com seus detentores.²⁹ Esta proibição, contudo, daria ao bloqueio o caráter de confisco que se queria evitar, além de gerar sério conflito de natureza institucional com Estados e Municípios.

3.4. Transferência de Titularidade mais Pagamento de Impostos

A combinação de duas regras específicas do Plano Collor, a permissão para transferência de saldos retidos e para sua utilização no pagamento de impostos, fez com que parte da moeda retida mantivesse a condição de meio de pagamento. Isto aumentou a liquidez da economia e estimulou o uso imprevisível ou irregular³⁰ dos valores retidos, o que reduziu o montante de recolhimentos que o público deveria realizar pelo desenho inicial do bloqueio. Nas condições do Plano Collor, a adoção simultânea destas duas regras era inevitável e seus efeitos eram imprevisíveis. A inevitabilidade decorre de que a não permissão de uso dos cruzados retidos para pagamento de obrigações do seu detentor provocaria elevado grau de

29 Além disto, no caso de leilões de conversão de cruzados para este fim, o deságio seria apropriado pelo governo (na forma de redução da dívida pública em cruzados), e não pelo setor privado, como acabou ocorrendo (Appy, 1993, p. 40).

30 Criaram-se expedientes variados para atender à exigência da MP 168 de comprovação da existência de débito anterior a 15/3/1990 no caso de transferência de titularidade. O mais simples era a emissão de cheque em cruzados com data anterior a 16/3 (a Circular 1.599 do BCB, 18/3/1990, art. 3, determinava que cheques em cruzados emitidos até 16/3 podiam ser depositados em bancos até 16/4; com evidências de irregularidades, a Circular 1.628 (27/3) reduziu este prazo para 29/3). A Circular 1.607, 19/3, vedou a liquidação antecipada de dívidas por meio de transferência de titularidade e proibiu depósitos de cheques ao portador em contas de pessoa física com esta finalidade. Só em 9/5 a Circular 1.719 definiu que, no caso de valores acima de NCz\$ 300 mil (US\$ 5.867,00 pelo câmbio comercial), a transferência de titularidade só seria permitida com autorização prévia ou envio de documentação ao BCB para exame. Há descrições de irregularidades na *Folha de S. Paulo* (10/5/1990, B5) e na *Gazeta Mercantil* (11/5/1990, p. 24).

inadimplência em toda a economia, o que alteraria as relações de débito e crédito vigentes, com desdobramentos imprevisíveis. Ademais, uma restrição desta ordem reforçaria a avaliação de que o bloqueio da liquidez era de fato um cancelamento de direitos, e não uma restrição temporária a seu exercício, algo incompatível com os pressupostos do Plano Collor e com a argumentação adotada para justificá-lo.

O caráter imprevisível dos seus efeitos aparece nas práticas que daí se originaram. Além dos problemas com o uso de cruzados retidos para pagamentos de impostos e contribuições do titular, a permissão para saldar débitos anteriores a 15/3/90 tornou interessante a troca de cruzados entre particulares, por transferência de titularidade. O instrumento era criar dívidas fictícias, envolvendo pessoas e empresas, o que estimulou a formação de um mercado de troca de cruzados por cruzeiros. O deságio atingia 50% a 60% nos primeiros dias (*Gazeta Mercantil*, 21/3/1990, p. 1), mas recuou para 20% a 40% uma semana depois (*Gazeta Mercantil*, 29/3/1990, p. 1), um indicador adicional de aumento da liquidez.

Parte dos cruzados retidos continuou dispondo da condição de meio de pagamento, portanto, embora parcial (pela necessidade de encontrar alguém interessado em comprá-los) e com um custo de transação (o deságio). Agentes econômicos detentores de cruzados retidos puderam se desfazer de parte deles e obter cruzeiros para realizar gastos. Quem não tinha cruzados retidos podia comprá-los com deságio e quitar seus compromissos, o que lhe custava menos cruzeiros do que se pagasse na nova moeda. Esta situação não prevista pelos autores do plano, ao lado da inadimplência dos devedores, contribuiu para que o impacto inicial do bloqueio sobre o nível de atividade ficasse abaixo do esperado e reforçou a opção de abandonar os leilões de conversão de cruzados, previstos para o caso de haver estreitamento excessivo da oferta de cruzeiros.

Se o sistema bancário voltasse a funcionar normalmente logo após o bloqueio e não houvesse recolhimentos compulsórios nem restrições à oferta de crédito pelos bancos, a troca de cruzados retidos por cruzeiros não geraria aumento da liquidez por si mesma. A nova moeda apenas mudaria de mãos dentro do sistema, diretamente ou reciclada pelos bancos. Contudo, sem o funcionamento “normal” do sistema de crédito e com os bancos relutantes em conceder empréstimos, os saldos da nova moeda

que fossem depositados nos bancos seriam esterilizados. Com a possibilidade de troca de cruzeiros por cruzados, o vendedor de cruzeiros continuava sem gastar, da mesma forma que se tivesse colocado os cruzeiros em um banco. O vendedor de cruzados, porém, conseguiria obter cruzeiros (e gastá-los), algo que não poderia conseguir mediante crédito bancário naquelas circunstâncias.

O aumento de liquidez pela venda de cruzados tornou-se muito mais forte pela condição peculiar do Tesouro Nacional, que voluntariamente tirava de circulação parte dos cruzeiros recebidos, ao esterilizá-los como superávit.³¹ Assim, quando o Tesouro recebia mais cruzados pelas mesmas obrigações do público, menos cruzeiros saíam de circulação. Este mecanismo pode ser melhor analisado examinando-se a hipotética adoção isolada de uma ou outra das duas regras.

Na primeira hipótese, permitida a transferência de titularidade, mas não o pagamento de impostos com saldos retidos, e sem restrições ao crédito bancário, na compra de cruzados com deságio os cruzeiros apenas mudariam de mão, sem afetar o nível geral de liquidez diretamente. A taxa de câmbio das duas moedas deveria ser mais baixa (deságio maior): na falta da opção de uso dos cruzados para quitar impostos, seu preço responderia apenas à taxa de juros e à confiança na liberação integral no prazo previsto.³² O pagamento “extra” de impostos e contribuições seria menor, e também o gasto público (estadual, municipal, previdenciário), o que suporia outras formas de dar liquidez ao setor público, como discutido.

Na segunda hipótese, haveria permissão para pagamento de impostos com cruzados retidos, mas não para transferência entre particulares. A condição de meio de pagamento da moeda retida se limitaria à quitação de obrigações fiscais. Seria bem menor o pagamento “extra” de impostos

31 Aspecto não considerado na proposta de legalização do mercado secundário de cruzados retidos de Carneiro e Goldfajn (1991:212-222), justificada pelos autores com o argumento de que este mercado geraria indicadores bem mais transparentes do nível de liquidez da economia.

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

e contribuições, pois não se poderia fazê-lo com cruzados de outrem. O volume de cruzeiros utilizado no pagamento de impostos seria maior, mas com a tendência de serem reinjetados na circulação pelos gastos de tesouros e previdência, mantida a exceção do superávit do Tesouro Nacional, certamente menor neste caso.

Na situação de fato ocorrida (transferência de titularidade e uso dos cruzados retidos para pagamento de impostos e dívidas em geral), o Tesouro Nacional não era apenas mais um agente no mercado de cruzados retidos: tinha a peculiaridade de poder esterilizar cruzeiros, se os recebia em lugar de cruzados. Quem tinha impostos a pagar e não tinha cruzados, usaria cruzeiros; com a transferência de titularidade, comprava cruzados com deságio e desta forma gastava menos cruzeiros do que se pagasse ao Tesouro nesta moeda; e o Tesouro deixava de receber e esterilizar aqueles cruzeiros, os quais ficavam na economia e davam liquidez a quem os recebera. Seguindo o mesmo exemplo, se o Tesouro Nacional não tivesse superávit (caso dos tesouros estaduais e municipais e previdência), estes cruzeiros (formados a partir dos cruzados recebidos no pagamento dos impostos) seriam gastos e a liquidez cresceria sem que tivesse se contraído antes (teria havido contração se os impostos fossem pagos em cruzeiros).

4. Descontrole e ameaça de crise no sistema bancário

O bloqueio provocou de imediato sérios problemas de liquidez nos bancos, mas sem que se pudesse avaliar sua magnitude, devido à desorganização dos registros e controles. Sem saber o que ocorria de fato, o BCB passou a financiar o sistema bancário, na medida de sua demanda.³³ A situação se manteve nas semanas seguintes, enquanto a lenta retomada dos registros operacionais delineava um quadro dos impactos do bloqueio. O financiamento permitiu que os bancos fossem tolerantes com a inadimplência no pagamento de empréstimos vencidos e permitiu a expansão do crédito

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

e da liquidez da economia. É difícil mensurar com rigor a geração de cruzeiros e a expansão da liquidez atribuíveis especificamente às relações do BCB com os bancos, mas o montante foi muito expressivo, como se discute adiante.

O financiamento do BCB aos bancos era um fator de monetização inevitável (Quadro 2) pela relação direta com o caráter secreto do plano. Não havia como evitar o tumulto no sistema bancário depois de intervenção tão abrangente, preparada às pressas por um pequeno grupo de técnicos. Era impossível detalhar as medidas e prever seus desdobramentos.³⁴ Só no início de abril surgiram orientações precisas para o efetivo bloqueio de cruzados e títulos na contabilidade dos bancos, sem o que era impossível conhecer sua posição de caixa.³⁵ A situação se agravou com a reabertura das agências bancárias já em 19/3, sem tempo para que os bancos analisassem as medidas e preparassem sua implementação, mas o adiamento não evitaria os problemas, inclusive porque parte deles só poderia se revelar com a prática, como de fato ocorreu.³⁶

A análise dos números disponíveis (Tabelas 7 a 9) e das medidas adotadas nas semanas seguintes indica que a aplicação estrita das regras do bloqueio era impossível: os bancos não teriam como executá-las sem contar com o financiamento do BCB e sem a troca, por títulos em cruzeiros, de parte do ativo retido em cruzados. Ainda assim, só em maio e junho os bancos conseguiram ajustar suas contas às regras definidas em março e

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

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

36 Nas primeiras semanas era comum normas do BCB serem alteradas mais de uma vez no mesmo dia, e até tarde da noite. A contabilização de dados era interrompida e corrigida seguidas vezes, o que ampliava a possibilidade de erros e tornava muito difícil identificá-los e corrigi-los. Para Ibrahim Eris, a equipe econômica teria sido “ingênua” ao imaginar que o Selic poderia funcionar normalmente logo após o plano (*Folha de S. Paulo*, 4/4/90, B1).

Tabela 7: Principais fatores condicionantes da base monetária

Fluxos em milhões de cruzeiros

	jan/90	Fev	Mar	Abr	Mai	Mar/Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	jan/91
Discriminação														
Operações com Títulos Federais	18.095	222.698	107.734	-83.927	-205.073	-181.266	53.597	-41.245	51.175	214.219	17.930	176.463	239.218	-437.430
Tesouro Nacional	-693	26.348	71.212	109.946	167.659	348.816	-1.414	-11.547	-28.817	-41.296	-49.126	15.957	-98.741	87.598
Depósitos de Inst. Financ. ⁽¹⁾	6.252	46.543	-52.361	5.026	65.906	18.571	54.533	-6.448	18.509	-11.170	9.656	238	-17.441	-13.449
Depósitos em NCz\$ - M.P. 168 ⁽²⁾	0	0	-63.279	323.589	53.026	313.337	-258.863	78	-441	-35.318	15.533	-5.947	36.930	22.906
Assistência Financeira de Liquidez ⁽³⁾	-844	-1.654	37	19.616	100.298	119.951	65.553	-55.610	-63.651	-32.277	-24.711	-60.433	149.144	-87.227
Operações com o setor externo	-9.557	-44.828	-30.404	86.644	95.879	15.219	507	39.727	37.419	50.247	16.158	-32.766	268.091	113.574
Outras Contas	-439	3.669	169.418	-221.159	60.667	8.926	1.302	762	4.712	4.698	13.646	6.497	8.962	-1.195
Base Monetária	12.964	59.704	202.358	239.733	339.433	781.524	-84.762	-75.184	20.030	139.773	-1.545	106.423	595.008	-312.145

FORTE DOS DADOS BRUTOS: BANCO CENTRAL DO BRASIL. "NOTA PARA A IMPRENSA", 4/3/1991, P. 4.

OBS: (+) EXPANSÃO E (-) CONTRAÇÃO.

(1) INCLUI DEPÓSITOS VINCULADOS A: SBPE, CRÉDITO RURAL, CRÉDITO AO CONSUMIDOR (RES. 1715) E CRÉDITO AO SETOR PÚBLICO (RES. 1.718).

(2) INCLUI DEPÓSITOS VINCULADOS (TRANSFERÊNCIA DE CRUZEIROS DAS RESERVAS BANCÁRIAS PARA COBERTURA DE INSUFICIÊNCIA, EM CRUZADOS NOVOS, NOS DEPÓSITOS A ORDEM DO BANCO CENTRAL.

(3) INCLUI CUSTOS E PENALIDADE.

detalhadas em abril. O forte recolhimento de cruzados em junho (Tabela 9, cols. 7 e 8), que teria completado o ajuste dos bancos às regras do bloqueio, foi de montante semelhante ao aumento da base monetária em maio (Tabela 7) e ainda assim elevou o total de cruzados retidos a apenas 70,2% do previsto (Tabela 9, col. 3).

A atuação acomodadora do BCB não pode ser considerada um erro de gerenciamento do plano. Foi uma decorrência inevitável do bloqueio e das circunstâncias em que foi feito. Se o BCB não financiasse os bancos às cegas, por falta de informações, teria feito o mesmo para evitar a paralisação do sistema.

Pode-se afirmar que, na ausência de outros fatores de monetização imprevisíveis ou evitáveis, as dificuldades dos bancos seriam bem maiores e o financiamento do BCB tenderia a crescer em igual proporção. O aumento da liquidez da economia no início de abril, por exemplo, contribuiu para reduzir o interesse das instituições financeiras nos leilões para troca de títulos em cruzados, operação reclamada com insistência apenas poucos dias antes. Os expressivos recolhimentos de cruzados em junho foram acompanhados por forte expansão da oferta de cruzeiros pelo BCB, em operações de mercado aberto e assistência de liquidez, e ainda assim o volume de cruzados recolhidos permaneceu abaixo de 75% do total devido até o final de 1990, como se discute adiante.

4.1. A Natureza dos Problemas

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

No caso de títulos de propriedade do banco e que estavam sendo financiados *overnight* junto ao público, por exemplo, o cliente tinha direito a sacar ou emitir cheques em cruzeiros sobre 20% do valor da aplicação.

Para o banco, porém, os 20% em cruzeiros do próprio título só seriam liberados no vencimento e não havia como refinanciá-lo, em cruzeiros ou em cruzados, pois não havia mercado interbancário para tanto. Nas operações de crédito, o descasamento de prazos era evidente nas carteiras imobiliárias, financiadas com depósitos de poupança. Mas também quando os prazos eram equivalentes havia problemas: o banco em geral recebia o retorno do empréstimo em cruzados, mas devia liberar uma parcela de cruzeiros no seu passivo. A falta de cruzados decorria do mesmo problema de descasamento de prazos: o banco só receberia cruzados no vencimento de títulos ou créditos do seu ativo; mas devia recolher de imediato ao BCB os cruzados bloqueados nas contas de clientes.

Não era possível avaliar a extensão destes problemas logo após o bloqueio. A MP 168 detalhara os direitos do público contra os bancos, mas não as relações destes com o BCB. Sem orientações claras para a contabilização das posições nas duas moedas, não foram feitos os lançamentos corretos e os bancos reabriram em 19/3 sem conhecer sua posição de caixa, com o Selic e a Cetip paralisados.³⁷ Antes de efetivar o bloqueio era preciso retornar as operações compromissadas³⁸ vencidas no feriado bancário. Isto não era difícil nos negócios de grande porte, registrados no Selic ou Cetip. Na maioria das operações *overnight* com o público, porém, os títulos estavam matriculados em um dos sistemas, mas não as operações que os envolviam.

Havia também muitas dúvidas sobre o valor com que se deveriam bloquear os títulos ou mesmo se não deveriam ser apenas cancelados. Era preciso descontar os impostos devidos antes do bloqueio e observar as regras diferenciadas para aplicações do setor público e privado. Devia-se

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

38 Operações com compromisso de recompra (Resolução 1.088 do BCB) envolviam a venda de um título com compromisso legal de recompra, com data e preço determinados. Operações *overnight* eram feitas muitas vezes com compromissos informais entre as partes, com ou sem fixação de data para a recompra e com o preço indexado a algum fator ou índice diário.

dar baixa nos títulos que venciam em 15/3 e liquidar os leilões realizados dias antes. Surgiram ainda problemas decorrentes de atitudes preventivas tomadas no dia em que se decretou o feriado bancário: instituições que venderam títulos a outras instituições e ficaram com cheques administrativos recebiam apenas Cr\$ 50 mil pelo cheque, e não os 20% dos títulos. Os lançamentos dos dias seguintes foram se acumulando, em meio às dificuldades operacionais.³⁹ O BCB se viu compelido a financiar os bancos mesmo sem conhecer a posição de caixa de cada um deles, receoso de ocorrerem problemas com conseqüências imprevisíveis. Os riscos neste sentido foram percebidos de imediato.

Em 20/3 o presidente do BCB, Ibrahim Eris, anunciava um rigoroso esquema de fiscalização, com a Polícia Federal: “Todos os fiscais vão ficar nas ruas, junto aos caixas e gerentes, com a tarefa de verificar se o público está sendo atendido, pois o que aconteceu nestes dois dias de funcionamento dos bancos não poderá se repetir.” Reconheceu que os boatos de novo feriado bancário e de que os cofres particulares seriam lacrados ajudaram a tumultuar as agências: “Só posso atribuir o boato a pessoas interessadas no insucesso do plano e que pretendiam causar a corrida que acabou ocorrendo à tarde nos bancos.” Disse não acreditar em má-vontade dos bancos, rechaçou a perspectiva de intervenção do governo, alegando ser um passo muito sério, e assegurou que haveria liquidez disponível para atender à demanda por cruzeiros: “Não podemos comprometer o plano, mas operações de empréstimo de curtíssimo prazo são necessárias especificamente para atender ao pagamento de salários” (*Gazeta Mercantil*, 21/3/1990, p. 1). No dia seguinte declarou que não faltaria dinheiro para os bancos atenderem aos pedidos de resgate de clientes (*Folha de S. Paulo*, 22/3/1990, B4). Uma semana depois, Eduardo Nakao, chefe do Depto. de

³⁹ Além da adaptação à convivência de documentos em duas moedas, a compensação sofria com a relutância de muitos bancos em aceitar pagamentos com cheques de outras instituições, chegando-se à paralisia dos trabalhos nos primeiros dias (*Gazeta Mercantil*, 21/3, p. 22; *Folha de S. Paulo*, 21/3, B7). Fundos de renda fixa e de curto prazo tinham quase toda a sua carteira de LFT e CDB vencendo semanas à frente e a MP 168 (art. 7, I) abriu a possibilidade de limitação dos saques de cruzeiros à efetiva disponibilidade de liquidez; diante do tumulto nas agências e do desgaste frente à opinião pública, o BCB financiou os fundos logo nos primeiros dias, de modo a facilitar os resgates.

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

4.2. O Arranjo Institucional

Após o bloqueio foi criado um sistema de reservas bancárias no BCB para abrigar valores e transações na moeda retida, designado como Valores à Ordem do Banco Central (VOB), MP 168 ou Conta 6110.⁴⁰ Devido às características do plano, era necessário um sistema assim, para a compensação dos pagamentos na moeda velha e para o crédito diário dos juros e correção monetária dos saldos retidos. Passaram a conviver dois sistemas de reservas bancárias.

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

Antes do final de março já se evidenciara a impossibilidade de os bancos atenderem às regras do bloqueio, o que se confirmou plenamente com a normalização do Selic e da Cetip na primeira quinzena de abril. O BCB adotou duas iniciativas até o início de maio: empréstimo de cruzados, mediante das chamadas linhas de insuficiência; e troca dos títulos das

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

instituições financeiras, de início por meio de leilões.⁴¹ Com estas providências e sob a pressão do BCB, até o fim de junho os bancos regularizaram suas contas em cruzados, ajustaram-se às regras do bloqueio de liquidez ocorrido três meses antes e puderam prescindir da assistência de liquidez da autoridade monetária. A descrição deste processo ilustra a impossibilidade de aplicação estrita do bloqueio.

No começo de abril o BCB anunciou a exigência de que cada banco igualasse o montante de cruzados recolhidos na conta de reservas ao passivo em cruzados junto ao público. A exigência não podia ser cumprida de imediato, por demandar a cobrança antecipada dos créditos a vencer ou uma inviável captação de cruzeiros pelo banco no montante necessário. Para assegurar seu cumprimento, cada instituição recebeu do BCB uma linha especial de crédito em cruzados, no montante necessário à equalização entre ativo e passivo, conhecida como “linha de cobertura de insuficiência em cruzados novos” (Circular 1.663, 11/04/90). Com este sistema se pretendia forçar a cobrança integral das dívidas em cruzados vencidas e por vencer. O BCB determinou que os bancos entregassem até o começo de maio a relação de créditos vencidos e a vencer e anunciou que seriam debitados, das reservas do banco em cruzeiros, encargos e principal devidos por conta de cruzados creditados ao banco nas linhas de insuficiência. Se o banco não pudesse cobrar os devedores ou efetivar os recolhimentos nas contas dos clientes, devia usar recursos próprios ou de depósitos à vista, ou então captar depósitos a prazo em cruzeiros e congelá-los em cruzados no BCB.

Não há como medir os efeitos do não pagamento de empréstimos aos bancos, na falta de dados sobre a inadimplência logo após o choque (estimativas apontam para 25% a 40% dos créditos vencidos). Alguns bancos procuravam forçar os clientes a pagar os créditos vencidos, mas outros, como o BCB não exigia a entrega dos cruzados, toleravam o atraso do cliente (embora sem conceder recursos adicionais e procurando ampliar as garantias) ou acertavam a quitação da dívida com deságio se o pagamento fosse em cruzeiros.

⁴¹ Estaria em estudos também a permissão para troca de cruzados entre bancos (*Gazeta Mercantil*, 12/4/1990, p. 29).

Tudo isto contribuía para expandir a liquidez do sistema. Se o devedor pagasse em cruzados, o banco os recolheria ao BCB; se não pagava, mantinha a possibilidade de usar os cruzados, e o banco não enfrentava problemas. Se o devedor tivesse que pagar sem ter cruzados, teria que dispender seus cruzeiros ou tomá-los de alguém, reduzindo a oferta de cruzeiros. Ao receber em cruzeiros, o banco deveria recolhê-los ao BCB (em lugar dos cruzados que deveria ter recebido); se não o fizesse, podia emprestá-los. Para o banco, portanto, era interessante conceder descontos para quem pagasse em cruzeiros.⁴²

Vencido o prazo inicial de 60 dias em que se permitia o pagamento em cruzados de impostos e contribuições ao governo e normalizados os lançamentos nos dois sistemas de reservas bancárias, o BCB aumentou a pressão sobre os bancos para realizarem os recolhimentos devidos em cruzados. Em junho, tais recolhimentos devem ter alcançado Cr\$ 301,8 bilhões (Tabela 9, col. 8), permitindo que a conta MP 168 fechasse o mês com efeito contracionista de Cr\$ 258,9 bilhões sobre a base monetária (Tabela 7), suficiente para compensar a expansão decorrente de outros fatores naquele mês. É correto tomar estes valores como indicativos do montante de recursos que os bancos haviam deixado de recolher logo após o bloqueio.

A pressão do BCB para que os recolhimentos enfim se completassem foi um dos elementos da ameaça do “setembro negro”, o endurecimento da política monetária com que a equipe econômica pretendia recuperar o controle sobre a liquidez e deter a alta da inflação em meados do ano. A inviabilização destas medidas marcou o retorno aos instrumentos de convivência com a inflação elevada (Carvalho, 1996:160-200).

42 Luís Eduardo Assis, diretor de Política Monetária do BCB (*O Estado de S. Paulo*, 4/5/1990, E4), reconheceu que muitas instituições refinanciaram em cruzeiros empréstimos contratados originalmente em cruzados, o que provocou desajustes nas contas de muitos bancos: “Essa é uma liquidez que não devia existir (...) agora ela será retirada do sistema.” Dias antes, questionado sobre um possível aumento do recolhimento compulsório sobre depósitos à vista para reduzir a liquidez dos bancos, ele afirmou que isto não seria necessário, já que o BCB em maio estaria em condições de cobrar o recolhimento dos cruzados devidos pelos bancos, com o que a liquidez recuará para os níveis desejados (*Folha de S. Paulo*, 1/5/90, B10).

4.3. Análise dos Números Disponíveis

As relações entre o BCB e os bancos deveriam estar expressas nas contas de empréstimos de liquidez e de depósitos de instituições financeiras, usualmente incluídas entre os fatores condicionantes da base monetária (Tabela 9). Depois do bloqueio acrescentou-se a conta “Depósitos em NCz\$ – MP 168”. Os empréstimos de liquidez têm comportamento expansionista já em março, revertendo a tendência dos meses anteriores, mas o valor só é significativo em maio, contribuindo com 29,5% da expansão da base monetária no mês (Cr\$ 100,3 bilhões sobre Cr\$ 339,4 bilhões), e em junho, quando o resultado expansionista de Cr\$ 65,6 bilhões contrasta com a redução da base monetária em Cr\$ 84,8 bilhões (Tabela 9). Os depósitos de instituições financeiras apresentam movimento assemelhado ao dos empréstimos de liquidez, com exceção de março.

Como estas duas contas envolvem movimentos distintos, é correto somar seus resultados para obter um indicador mais amplo do impacto monetário provocado pelo acesso dos bancos ao crédito do BCB e pela devolução ou ampliação de disponibilidades monetárias vinculadas a operações por eles realizadas. A soma indica expansão monetária de Cr\$ 24,6 bilhões em abril, Cr\$ 166,2 bilhões em maio e Cr\$ 120,1 bilhões em junho (o valor de março não é significativo, pois inclui os dias anteriores ao bloqueio).

A conta de depósitos em cruzados novos (MP 168) da Tabela 9 deve ser resultado de dois movimentos distintos.⁴³ Primeiro, expansão da oferta de cruzeiros provocada por conversão de cruzados retidos. Segundo, recolhimento de cruzeiros pelos bancos ao BCB (contração da base monetária), para se efetivar o congelamento de cruzados alcançados pela MP 168 e que não teriam sido entregues ao BCB no momento devido. A conta MP 168 reflete, portanto, a diferença entre os cruzados convertidos

43 Não há informações sobre a metodologia dos cálculos o que impede a compatibilização com outras tabelas. Não há explicações para os altos valores de “outras contas” (Tabela 7), que devem refletir problemas na contabilização dos cruzados retidos nos bancos, segundo um técnico do BCB.

em cruzeiros e os cruzeiros recolhidos pelos bancos ao BCB para cobrir insuficiências de cruzados.⁴⁴

Os valores relativos ao primeiro movimento foram discriminados pelo BCB (Tabela 9). O cálculo do segundo movimento encontra sérios obstáculos. Apenas para maio e junho, quando o vencimento de títulos emitidos antes de 19/3 já era pouco significativo,⁴⁵ pode-se afirmar que o grosso dos valores indicados na Tabela 9 se deve a cruzados recolhidos pelos bancos a partir de cruzeiros: Cr\$ 510,1 bilhões.⁴⁶

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

44 Cruzados liberados a partir de agosto de 1991, segundo a regra original da MP 168, aparecem em coluna própria na tabela do BCB Cruzados Novos e Conversões Efetivadas, sob o título de “Liberações Realizadas”, e na tabela tradicional do BCB de fatores condicionantes da base monetária, sob o título de “Depósitos c. 2001/3 (DER)”. Nos dois casos, os elevados montantes de conversões por ordem judicial aparecem nas colunas originais (“conversões efetivadas” e “depósitos MP 168”), presentes desde o início (Tabela 9 e Tabela 7).

45 Pela MP 168, os cruzados só deveriam ser bloqueados e entregues ao BCB no vencimento da aplicação ou no caso de resgate antes do prazo (art. 6 e art. 7, II). Deve ser por este motivo que o volume de cruzados à ordem do BCB (Tabela 9) é maior em abril de 1990 que um mês antes. A Tabela 8 provavelmente incluiu tudo na conversão inicial, discriminando apenas as conversões originadas de rendimentos de cadernetas de poupança.

46 Este número é superior ao noticiado pela imprensa no começo de maio, às vésperas do limite fixado para que as instituições financeiras entregassem ao BCB os mapas exigidos com suas posições em cruzados novos, de acordo com o balancete especial de 15/3/1990, e atendessem ao ajuste de reservas em cruzados determinado pela Circular 1.663. Segundo *O Estado de S. Paulo* (11/5, p. 10, Economia), Ibrahim Eris estimava em US\$ 7 bilhões (NCz\$ 350 bilhões) o montante que os bancos deveriam recolher ao BCB a este título, sendo que metade já teria sido entregue até aquela data. O mesmo jornal informara em 4/5 (p. 4) que o montante ainda a recolher equivalia a US\$ 3,5 bilhões.

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

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

Tabela 8: Fatores determinantes dos meios de pagamento (M4)

DISCRIMINAÇÃO	Fluxos em Cr\$ bilhões			
	19/03 a 30/04	Maio	19/03 a 31/05	Partic.%
A- Conversões de NCz\$ para Cr\$ previstas na MP. 168	2.343,80	507,00	2.849,80	72,24
• Conversão inicial de M4 (1)	1.404,90	-	1.404,90	35,61
• Rendimentos de Cardenetas de Poupança até 15/04	380,60	-	380,60	9,65
• Títulos Federais – Vencimentos	36,10	10,20	46,30	1,17
• Impostos Federais	300,80	74,50	675,30	17,12
• Impostos Estaduais e Municipais	148,60	64,90	212,50	5,39
• Contribuições Previdenciárias	61,40	47,80	109,20	2,77
• Saques de Contas Conjuntas	11,40	9,60	21,00	0,53
B- CONVERSÕES DE NCz\$ PARA Cr\$ AUTORIZADAS	227,50	133,00	360,50	9,14
• Aposentados e Pensionistas	96,50	89,60	186,10	4,72
• Pagamentos de Folha Salarial	41,20	1,50	42,70	1,08
• Sociedades Beneficentes	42,40	4,70	47,10	1,19
• Saques PIS/PASEP	19,80	0,50	20,30	0,51
• BNDES (Portaria 218)	-	6,70	6,70	0,17
• Outras Conversões	27,60	30,00	57,60	1,46
C- OPERAÇÕES TÍPICAS DO BANCO CENTRAL	128,80	196,20	325,00	8,24
• Setor Externo	108,90	95,90	204,80	5,19
• Empréstimos de Liquidez	19,90	100,30	120,20	3,05
TESOURO NACIONAL	(172,80)	(156,00)	(328,80)	(8,34)
• Superávit de Caixa (2)	(172,80)	(156,00)	(328,80)	(8,34)
FATORES RESIDUAIS E EXÔGENOS	702,70	35,70	738,40	18,71
• Cad. Poupança - Rendimentos Creditados após 15/04	278,00	4,80	282,80	7,17
• Rendimentos de CDB	19,80	22,20	42,00	1,06
• Outros Fatores (3)	404,90	8,70	413,60	10,48
Total	3.230,00	715,90	3.944,90	100,00

FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL. "BRASIL PROGRAMA ECONÔMICO", VOL.25, JUNHO 1990.

(1) VALOR CORRESPONDENTE AOS HAVERES FINANCEIROS IMEDIATAMENTE TRANSFORMADOS EM CRUZEIROS DENTRO DOS LIMITES.

(2) PELO CRITÉRIO DO IMPACTO MONETÁRIO; NÃO INCLUI TRANSFERÊNCIAS DO BANCO CENTRAL (RESULTADO E REMUNERAÇÃO DA DISPONIBILIDADE).

(3) INCLUI EFEITO DO MULTIPLICADOR BANCÁRIO E DUPLAS CONTAGENS NA CONSOLIDAÇÃO DE M4.

Tabela 9: Cruzados novos à ordem do BCB, recolhimentos e conversões 1990-1991

Final de Período	NCz\$ à Ordem do BCB (a) (Final de Mês)	Final de Mês (b)	% do Total (z/1)	Fluxo no Mês (c)		Conversões		Recolhimentos (e)	
				Nominal	Líquido de Correção	Nominal (d)	Fluxo Nominal (4-6)	Fluxo Líquido de Correção (5-6)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	
1990	Mar.	1.964	1.812	92,3	1.812,0	1.731,0	(212,0)	2.024	1.943,0
	Abr.	2.491	1.620	65,0	(192,0)	(201,1)	(498,0)	306	296,9
	Mai.	2.161	1.282	59,3	(338,0)	(433,7)	(642,0)	304	208,3
	Jun.	2.353	1.652	70,2	370,0	239,8	(62,0)	432	301,8
	Jul.	2.536	1.763	69,5	111,0	(76,4)	(8,0)	119	(68,4)
	Ago.	2.749	1.903	69,2	140,0	(56,3)	(8,0)	148	(48,3)
	Set.	3.065	2.186	71,3	283,0	27,7	(3,0)	286	30,7
	Out.	3.527	2.543	72,1	357,0	44,9	(7,0)	264	51,9
	Nov.	4.119	2.998	72,8	455,0	17,0	(8,0)	463	25,0
	Dez.	4.799	3.547	73,9	549,0	(50,2)	(55,0)	604	4,8
1991	Jan.	5.679	4.232	74,5	685,0	53,2	(113,0)	798	59,8

FONTE DOS DADOS BRUTOS: BANCO CENTRAL DO BRASIL. "NOTA PARA A IMPRENSA", 12/12/91.

(A) TOTAL DE NCZ\$ QUE DEVERIAM TER SIDO ENTREGUES AO BCB PELOS BANCOS.

(B) NCZ\$ EFETIVAMENTE ENTREGUES AO BCB. REPRESENTA O SALDO LÍQUIDO ENTRE CRUZADOS NOVOS CONVERTIDOS E CRUZADOS NOVOS RECOLHIDOS PELOS BANCOS. A DIFERENÇA EM RELAÇÃO A (A) DEVERIA ESTAR COBERTA PELA LINHA DE CRÉDITO PARA COBERTURA DE INSUFICIÊNCIA DE CRUZADOS NOVOS.

(C) CALCULADO APÓS A VALORIZAÇÃO DO ESTOQUE FINAL DO MÊS ANTERIOR PELO FATOR MENSAL DE CORREÇÃO DOS CRUZADOS RETIDOS: MAR. 4,68%; ABR. 0,5%; MAI. 5,91%; JUN. 10,16%; JUL. 11,34%; AGO. 11,13%; SET. 13,41%; OUT. 14,28%; NOV. 17,22%; DEZ. 19,99%; JAN. 20,81%.

(D) VALORES OBTIDOS A PARTIR DA POSIÇÃO DE FINAL DE MÊS INFORMADA PELO BCB.

(E) CORRESPONDE AO RECOLHIMENTO DE CRUZADOS NOVOS PELOS BANCOS NO MÊS. INCLUI CRUZEIROS RECOLHIDOS PELOS BANCOS PARA ATENDER A INSUFICIÊNCIA DE CRUZADOS NOVOS JUNTOS AO BCB.

Não há como medir os efeitos do não pagamento de empréstimos aos bancos, na ausência de indicações sobre o índice de inadimplência logo após o choque (algumas estimativas de profissionais do mercado apontam para a faixa de 25% a 40% dos créditos vencidos). Alguns deles procuravam forçar os clientes a pagar os créditos vencidos, mas outros adotavam atitude temporizadora, estimulados pela complacência do BCB quanto ao recolhimento dos cruzados. Se o BCB exigisse a entrega dos cruzados, os bancos teriam que cobrar os créditos vencidos. Se o BCB não o fazia, toleravam o atraso do cliente (embora sem conceder recursos adicionais e procurando ampliar as garantias) ou acertavam a quitação da dívida com deságio se o pagamento fosse em cruzeiros.⁴⁷

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

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

5. Conclusões

O bloqueio da liquidez dos haveres financeiros não atingiu seu objetivo maior: impedir que, após a queda brusca da inflação, a monetização da economia se desse da forma rápida e desordenada que teria levado ao fracasso programas de estabilização anteriores. O Plano Collor pretendia superar o problema criando condições para que a oferta da nova moeda (o cruzeiro) fosse mantida sob estrito controle. A monetização deveria ser “ordenada” e “lenta”, para evitar o aquecimento da demanda por bens reais e ativos de risco até que as expectativas tivessem se revertessem a favor da estabilização.

Por que a liquidez se recompôs com tanta rapidez e facilidade? A análise do ocorrido nos primeiros 60 dias do Plano Collor mostra uma clara preponderância de fatores inerentes ao próprio bloqueio da liquidez, e não de equívocos ou liberalidades na sua condução. O descontrole do ritmo de expansão da liquidez era inevitável, devido à própria concepção do bloqueio, à natureza mesma das medidas e às condições da economia brasileira.

O descontrole da monetização localizou-se basicamente no sistema bancário. Era inevitável a ocorrência de grande tumulto na atividade dos bancos após o bloqueio, pela impossibilidade de detalhamento das regras operacionais de um plano elaborado em sigilo máximo. Os bancos passaram a operar às cegas, sem conhecer sua posição de caixa. Dado o receio de pânico no caso de algum banco deixar de atender os saques do público, o BCB optou por financiar os bancos na medida de sua demanda. Com a disponibilidade de recursos do BCB, os bancos puderam refinarçar as dívidas dos clientes e expandir o crédito.

Um planejamento mais cuidadoso e eficaz do bloqueio, de forma a evitar a perda de controle do BCB sobre o sistema bancário, não teria evitado a ocorrência de problemas semelhantes. Se não tivesse havido financiamento involuntário, provocado pelo descontrole, os bancos teriam que receber financiamento voluntário do BCB, a menos que se impedisse o saque dos cruzeiros liberados para o público. Neste caso, porém, para afastar a ameaça de uma crise de confiança, a economia teria que ser monetizada de alguma outra forma. Esta necessidade iria se im-

por também pela ameaça de virtual paralisia dos negócios, como nos primeiros dias após o bloqueio.

Um dos fundamentos do Plano Collor era a convicção de que, com o bloqueio da liquidez, o BCB recuperaria o controle da oferta de moeda e poderia ordenar a monetização, de forma a separar a moeda demandada para transações e a moeda demandada para especulação. A experiência do bloqueio demonstrou a impossibilidade de separar a demanda por moeda para fins especulativos e para giro dos negócios, dentro do conjunto formado pela moeda indexada e pela moeda convencional. O objetivo de controlar a monetização falhou, no essencial, por este motivo.

Referências Bibliográficas

- Análise Financeira* (1992). *Taxas de Juros no Brasil*. São Paulo. Edição especial.
- APPY, Bernard (1993). “Questão Fiscal: Crise e Concentração de Renda”. In: *Crise Brasileira Anos Oitenta e Governo Collor*. São Paulo, Instituto Cajamar, co-edição com DESEP/CUT, p. 7-82.
- Banco Central do Brasil, diversos documentos e publicações.
- BARROS, Luís C. Mendonça de (1993). “Moeda Indexada, uma Experiência Brasileira”. Campinas, *Economia e Sociedade*, 2, p. 3-24, ago.
- 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*. Xerocopiado.
- BRESSER PEREIRA, Luiz C. e NAKANO, Yoshiaki (1991). “Hiperinflação e Estabilização no Brasil: o Primeiro Plano Collor”. São Paulo, *Revista de Economia Política*, 11, 4(44), out./dez., 89-114.
- CARNEIRO, Dionísio e GOLDFAJN, Ilan (1991). “Reforma Monetária: Prós e Contras do Mercado Secundário”. In: Faro, C. (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. (1996). *Bloqueio da Liquidez e Estabilização: O Fracasso do Plano Collor*. Campinas, IE/Unicamp, tese de doutoramento.

- 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* (ISSN 0101-3300), 55, nov., p. 37-60.
- CARVALHO, Carlos E. (2000). "O Plano Collor no debate econômico brasileiro". São Paulo, PUCSP, Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política, *Pesquisa & Debate*, v. 11, n. 1(17), p. 112-151.
- FARO, Clovis de (org.) (1991a). *Plano Collor: Avaliação e Perspectivas*. Rio de Janeiro, *Revista Brasileira de Economia*, v. 44, edição especial, jan., 411p.
- Gazeta Mercantil* (1990). Edição extra, 17/3, n. 19.299.
- Gazeta Mercantil* (1990). Edição extra, 17/3, n. 19.299.
- GIAMBIAGI, Fábio (1989). "A Política Monetária de um Plano de Estabilização: Uma Agenda para Reflexão". Rio de Janeiro, IPEA, Texto para Discussão 177, nov., 18 p.
- GIAMBIAGI, Fábio (1991). "Os Leilões de Cruzeiros e a Taxa de Deságio dos Cruzados Novos". *Revista de Economia Política*, vol. 11, n. 1(41), janeiro-março, p. 147-150.
- GIANETTI DA FONSECA, Eduardo (1991). "A Teoria e a Prática na Expansão Monetária de 1990". *Gazeta Mercantil*, 6/3, p. 5.
- GURLEY, J. (1953). "Excess Liquidity in European Monetary Reforms, 1944-1952". *American Economic Review*, 43(1), mar., 76-100
- LUTZ, F. A. (1949) "The German Currency Reform and the Revival of the German Economy". *Economica*, 16, may, p. 122-42.
- MINELLA, André (1995). *A indexação dos contratos financeiros em contexto de alta inflação: o caso brasileiro (1964-1990)*. Campinas, Unicamp/IE, dissertação de mestrado, mimeo., 246 p.
- MODIANO, Eduardo (1989). "A ópera dos três cruzados". In: Abreu, Marcelo de Paiva, *A Ordem para o Progresso*. Rio de Janeiro, Campus, p. 347-386.
- OLIVEIRA, Fabrício (org.) (1991). *A Economia Brasileira em Preto e Branco*. Campinas, Hucitec/Fecamp.
- Plano Collor de Estabilização Econômica* (1990). Rio de Janeiro, Gráfica Auriverde, 302 p.
- RAMALHO, Valdir (1993). "Elementos para uma Avaliação de Confiscos Monetários". *Revista Brasileira de Economia*, 47(4):533-64, out.-dez.
- REIS, E. J. (1991). "Com Quantos Collor se Faz uma Estabilização?" In: Faro, C. (org.). *A Economia Pós-Plano Collor II*. Rio de Janeiro, Livros Técnicos e Científicos Editora, p. 83-89.
- Revista de Economia Política* (1990), v. 10, 3(39), jul./set., p. 114-120.

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

Zini Jr., Álvaro A. (1989a). “Fundar a Dívida Pública”. Brasília, *Planejamento e Políticas Públicas*, 2, dez., p. 39-59.

_____. (1993). “Reforma Monetária, Intervenção Estatal e o Plano Collor”. In: *O Mercado e o Estado no Desenvolvimento Econômico dos Anos 90*. Livro do IPEA, 137.

ZOLHOF, Paulo (1990). “Aspectos Básicos dos Efeitos do Programa de Estabilização Econômica na Contabilidade do Banco Central e das Instituições Financeiras”. IPEA, Relatório Interno 02/90, 3 p.