

# PLANO BRASIL NOVO: RAZÕES, RISCOS E INSUFICIÊNCIAS DA REFORMA MONETÁRIA\*

*Hélio Henkin\*\**

## 1 — O sistema monetário-financeiro antes do Plano

Ao longo dos anos 80, a economia brasileira experimentou uma grave deterioração do sistema monetário-financeiro, resultante da forma específica de ajustamento desse sistema ao quadro de inflação elevada, endividamento e desequilíbrio nas contas públicas. Diante da aceleração inflacionária e do grau de incerteza reinante entre os agentes econômicos, as administrações que se sucederam nesse período buscaram preservar o funcionamento do sistema monetário-financeiro nacional, permitindo que se instalasse um processo gradual de encurtamento de prazos de aplicações.

Essa tentativa de preservação, contudo, era precária em dois sentidos básicos. De um lado, e a curto prazo, tratava-se de garantir a possibilidade de rolagem da dívida pública (constituída em boa parte pelos títulos que lastreavam as aplicações financeiras junto ao sistema bancário) e algum nível de intermediação financeira junto ao setor privado (mas restrito a operações de curto prazo). Os governos, portanto, tratavam de manter em operação um sistema que tinha como função essencial a de viabilizar o financiamento do desequilíbrio das contas públicas, sem funcionar como um sistema mais saudável de captação e aplicação de recursos para diversos setores e em diferentes prazos.

---

\* A análise a ser aqui desenvolvida tem como objeto os aspectos monetário-financeiros do programa de estabilização adotado pelo Governo Collor. Como se sabe, tal programa — mesmo sob uma ótica estritamente econômica — possui uma amplitude maior, que não será contemplada neste artigo. Tampouco serão abordados seus aspectos políticos e jurídicos, nem os traços autoritários e truculentos que marcam a implementação do Plano nesses primeiros dias. Este artigo foi finalizado em 26.03.90.

\*\* Professor do Departamento de Ciências Econômicas da UFRGS e Diretor-Executivo do Instituto de Desenvolvimento Empresarial do Rio Grande do Sul (IDERGS).

Por outro lado, e num prazo mais longo, aquilo que busca **preservar** o sistema financeiro revela-se como a **destruição** desse mesmo sistema e também como um processo **aprisionador** do Estado, em termos de ações no campo das políticas monetária e financeira. Vejamos esses pontos mais claramente.

Com relação à questão do "aprisionamento" do Estado, o processo está ligado à criação da chamada "moeda indexada". De fato, o que ocorreu no Brasil foi uma redução dos ativos financeiros a basicamente duas modalidades: o papel-moeda — com expressão quantitativa cada vez mais reduzida — e as aplicações financeiras com valor atrelado à inflação ocorrida e obtendo rendimentos reais positivos com relação a essa mesma inflação. Essas aplicações eram conversíveis na moeda legal do País, tendo uma liquidez quase equivalente à do papel-moeda. A "moeda indexada" era emitida pelo setor público, constituindo-se na forma predominante de sua dívida — especialmente o lastro em Letras Financeiras do Tesouro (LFTs). No estado de incerteza reinante no País, especialmente após o fracasso dos planos de estabilização anteriormente implementados e também em função da aceleração inflacionária, as autoridades econômicas tentavam evitar uma fuga de capitais do sistema financeiro através de elevações nas taxas de juros, com duas conseqüências de efeito equivalente: a elevação da taxa de juros representava aumento imediato da dívida pública (porque "contaminava" o seu estoque já emitido, na medida em que o valor da LFT se atrelava à taxa de juros do "overnight") e, simultaneamente, funcionava como um sinalizador de inflação mais elevada, assegurando, mais à frente, nova elevação dos juros nominais e, por decorrência, da dívida pública. Se o Governo tentasse evitar um aumento da taxa de juros, haveria resgate de aplicações e elevação da demanda por mercadorias e ativos de "risco" (ouro e dólar principalmente), alimentando o processo inflacionário e, novamente, elevando a dívida pública indexada. O Estado estava preso a um processo que garantia a preservação do valor real da riqueza financeira, independentemente do que ocorresse em termos de flutuações econômicas. Essa proteção do setor privado diante do risco fazia-se às custas de uma imobilização crescente do Governo no que diz respeito à capacidade de execução de políticas monetária, creditícia e fiscal (afetando os gastos nas áreas social e de infra-estrutura).

O outro aspecto dos efeitos de longo prazo que resultam do encurtamento drástico dos prazos refere-se à contradição, já mencionada, entre a tentativa de preservar o sistema financeiro e o que se revela ao final do processo, que é a sua destruição. De fato, o que dizer de um sistema financeiro em que os recursos captados estão aplicados, em grande parte, por um dia e, no máximo, por um mês, senão de que se trata de um sistema marcado pela desconfiança e pela impossibilidade de realizar operações de créditos voltadas ao financiamento de investimentos dos setores público e privado.

## 2 — A reforma monetária

O diagnóstico do sistema financeiro mostra também o círculo vicioso que se estabeleceu especialmente nos últimos dois anos do Governo Sarney: a inflação alta gera o encurtamento dos prazos de aplicação, e este tende a gerar pressões inflacionárias. Mais do que isso, não há como reduzir bruscamente a inflação sem conter a liquidez elevada das aplicações e não há como alongar os prazos sem reduzir a inflação de forma radical.

Nesse ponto, surge a questão da reforma monetária. **Ao optar por uma redução brusca do processo inflacionário**, através da chamada "trégua" dos preços, o novo Governo viu-se obrigado a promover uma forte contenção da liquidez, para evitar um abortamento precoce da tentativa de estabilização dos preços, a exemplo do que já ocorrera nos três "choques" aplicados anteriormente (Planos Cruzados, Bresser e Verão). O Plano Verão, aliás, mostrou que uma elevação abrupta da taxa de juros não é capaz de conter a liquidez,<sup>1</sup> quando as aplicações são de curtíssimo prazo e têm seu valor atrelado à própria taxa de juros. De um lado, como não se formam automaticamente expectativas de inflação baixa, mesmo taxas de juros reais elevadas (até um determinado ponto) não impedem movimentos especulativos rumo aos mercados de bens, serviços e ativos de risco. Nesse momento, se o Banco Central não recompra dos bancos os títulos públicos (LFTs) que lastreiam as aplicações financeiras, tende a ocorrer uma liquidez fatal para o sistema bancário. Por outro lado, se o Banco Central tentasse elevar a taxa de juros em patamares tão elevados que contivessem os movimentos especulativos, haveria um aumento explosivo do estoque da dívida pública (dado o mecanismo de valorização das LFTs, já mencionado), sem anular a possibilidade de um eventual movimento de saques (agora contra um montante maior de riqueza financeira), mais à frente.

Portanto, ao tentar conter o processo que conduzia à hiperinflação (e que iria desvalorizar todos os ativos financeiros hoje "esterilizados"), à equipe econômica impunha-se a necessidade de estabelecer mecanismos alternativos de contenção da liquidez. Ao se optar pelo alongamento compulsório dos prazos das aplicações, privilegiou-se o controle imediato da liquidez, em detrimento de um cuidado maior com a credibilidade da sociedade relativamente ao sistema financeiro. Em outras palavras, não se tentou fazer simultaneamente o controle da liquidez (para viabilizar a estabilização dos preços) e uma reestruturação dos me-

---

<sup>1</sup> Em situação de congelamento de preços.

canismos de captação dos recursos financeiros, promovendo um alongamento de prazos adequado à contenção de liquidez pretendida.

Esta última alternativa poderia ser implementada a partir da criação de um leque de títulos de captação com prazos diferentes e de uma tributação fortemente punitiva para o curto prazo. Nos primeiros dias após o feriado bancário, o público deveria distribuir os seus recursos entre esses títulos. Tal alternativa, porém, não apresentaria o mesmo grau de controle sobre a liquidez e, portanto, o mesmo poder de preservação imediata do objetivo de estabilização dos preços. Em compensação, não atingiria tão intensamente a confiança no sistema financeiro.

### **3 – As insuficiências da reforma monetária**

Com a reforma monetária, o Governo reinstalou o padrão monetário nacional, tentando conferir-lhe estabilidade. Entretanto, a essa recuperação da **moeda** não segue automaticamente uma recuperação do sistema financeiro nacional em seu sentido mais amplo. O processo de captação e aplicação de recursos em cruzeiros está afetado profundamente por dois motivos: a desconfiança com relação ao sistema após o bloqueio das aplicações; e a deterioração verificada ao longo dos últimos anos, descaracterizando o sistema financeiro em termos de suas funções básicas (conforme análise contida na primeira seção deste artigo).

Uma das tarefas fundamentais da equipe econômica a partir de agora é a de restaurar o sistema financeiro. Essa restauração deveria considerar, entre outros, os seguintes pontos:

- flexibilização das restrições impostas ao movimento dos depósitos em cadernetas de poupança, buscando preservar o interesse dos depositantes naquele que é um instrumento valioso para a reconstituição do sistema financeiro nacional;
- introdução de incentivos para depósitos por prazos superiores a um mês em cadernetas de poupança e também para Certificados de Depósito Bancário;
- substituição da Letra Financeira do Tesouro por outro tipo de título público, para servir de lastro a operações no mercado aberto. A LFT é um título que suprime o risco das instituições financeiras e restringe a liberdade do Banco Central na condução da política monetária (porque estende ao estoque da dívida aumentos na taxa de juros corrente); e
- restrição às operações de "open market", para que elas sirvam somente à execução da política monetária e não para financiamento

do "deficit" público através de aplicações demasiadamente líquidas.

A reestruturação do sistema financeiro é um requisito fundamental para o êxito do programa de estabilização adotado pelo Governo Collor: em primeiro lugar, para que possa gradualmente servir de apoio à retomada do crescimento econômico de forma eficiente e sustentada; em segundo, para que seja o absorvedouro dos recursos a serem desbloqueados a partir de setembro de 1991, evitando um desastroso movimento rumo ao mercado de bens e serviços.

A reforma monetária, portanto, embute riscos e é incompleta<sup>2</sup>, embora, sob o ponto de vista estritamente econômico tenha se constituído em uma das poucas alternativas para a política de estabilização.

---

<sup>2</sup> Assim como é incompleta a política de renda, na medida em que não criou formas de administração do conflito distributivo capazes de diminuir a pressão inflacionária daí advinda nem promoveu, ainda, um processo satisfatório de desindexação.