

BRJ/IEI

0052

14-9

Universidade Federal do Rio de Janeiro

# Instituto de Economia Industrial

TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 52

CONSEQUÊNCIAS FINANCEIRAS  
DO MONETARISMO

Júlio Sergio Gomes de Almeida  
Setembro de 1984

CONSEQUÊNCIAS FINANCEIRAS DO MONETARISMO

*Julio Sergio Gomes de Almeida\**



43 - 016384

**anpec**  
ASSOCIAÇÃO NACIONAL  
DE CENTROS DE  
DOS-GRÁFICOS DO  
RIO DE JANEIRO

Este trabalho foi impresso  
com a colaboração da ANPEC  
e o apoio financeiro do PNPE

PROGRAMA NACIONAL DE  
**PNPE**  
PESQUISA ECONÔMICA

(\*) Da FEA e do IEI, UFRJ.

## Consequências Financeiras do Monetarismo

Este trabalho trata da política monetária e financeira em 1984 e das tendências da economia sob a política monetarista em vigor no país. Move-se na conjuntura, mas busca identificar sobretudo as determinações mais duradouras da escalada monetarista neste ano em termos de ordenação financeira interna, das taxas de juros, da indexação e dolarização da economia e do desequilíbrio financeiro das contas públicas.

Compõe-se de três itens: no primeiro, são reconstituídas as metas monetárias para 1984; o segundo discute a execução da política monetária e de dívida pública no contexto das tendências e expectativas financeiras vigentes; o terceiro, conclusivo, aponta as consequências e limites econômicos do monetarismo em curso.

### I - As metas monetárias de 1984

É proveitoso para que avaliemos as metas monetárias de 1984, uma breve exposição sobre o significado do "orçamento monetário" e do conceito monetário do FMI.

#### 1. O Orçamento Monetário e o Conceito Monetário do FMI

O orçamento monetário, segundo se alega, não passa de uma técnica de programação monetária, e por isso não é afeto

FEA - UFRJ  
BIBLIOTECA

Data: 27, 09, 84

N.º Registro: 044614-9

ns 98974

S  
UFRJ/IEI  
TD 52

FICHA CATALOGRÁFICA

ALMEIDA, Julio Sergio Gomes.

Consequências Financeiras do Monetarismo  
--Rio de Janeiro: Universidade Federal do  
Rio de Janeiro, Instituto de Economia Industrial, 1984.

52 p -- (Texto para discussão, n.52)

a determinada teoria monetária ou macroeconômica. Mas não é bem assim. Sua utilização frequentemente é ativa, com fundamento em uma sequência de supostos que pode ser assim resumida:

- i) o processo de criação de dinheiro é atributo dos bancos comerciais, logo o conceito monetário relevante é  $M_1$ ;
- ii) este processo, dados os coeficientes de encaixe e de composição dos meios de pagamento, se desenvolve sobre a emissão de uma "base monetária" (ou o passivo monetário das Autoridades Monetárias);
- iii) é assim possível controlar a oferta monetária ( $M$ ) mediante o controle da base monetária ( $H$ ):  $M = k H$ ,  $k$  expressando a capacidade de criação de dinheiro pelos bancos a partir da base monetária;
- iv) finalmente, utilizando-se de alguma versão da teoria quantitativa da moeda, o controle da oferta monetária traduz-se em controle da renda nominal e nível de preços.

Chave no esquema é portanto o controle sobre a base monetária para o que precisamente serviria o orçamento monetário. A base monetária aparece do confronto entre as aplicações das A.M. e seus recursos não monetários (ver a Tabela 1). Esta diferença constitui o "crédito interno líquido das A.M." (CIL), a variável estratégica de política monetária, segundo a técnica. Hipótese seguinte é de que o CIL é "exógeno", porque programável a partir da definição de metas de política monetária e creditária

do governo (como a meta de 50% estabelecida para os meios e pagamento e base monetária para 1984).

Toda a sequência exposta acima requer hipóteses fortes e a nosso ver descabidas para uma economia capitalista, porém no ponto acima a principal limitação é o suposto de exogeneidade do CIL, particularmente quanto a contas que mais se ligam a mercados internacionais e mercados financeiros. O primeiro semestre do ano, no caso brasileiro, ilustra bem a limitação: as operações com o setor externo refletiram o excepcional desempenho do comércio exterior do país no período, pressionando para a expansão da base; a dívida pública, que segundo o orçamento monetário deveria servir para ajustes marginais de contas do orçamento sujeitas a "forte sazonalidade", revelou-se grande absorvedora líquida de recursos no primeiro trimestre do ano devido a certas condições que vigoraram no open market (conforme veremos no item II.3), com o que, igualmente, pressionou pela expansão da base.

A técnica do orçamento monetário pode tornar-se muito penalizadora da economia, quando define metas monetárias e do crédito das A.M. com forte componente ativo implícito. Isso acontece mediante, por exemplo, a subestimativa da taxa de inflação que afeta os valores nominais do CIL, como ocorreu no orçamento monetário para 1984. Mas também é o caso quando se efetivam fatores como os assinalados acima que a programação não foi capaz de antecipar e quando ainda estes fatores são considerados "desvios" a serem compensados por outras contas, mantida a meta para o CIL em respeito à "razão monetarista". Isto porque



as demais contas mais relevantes do CIL implicam diretamente (e não pela via de uma pretensa mediação monetária  $M_1$ ) em influência sobre a demanda efetiva (o leitor poderá conferir na Tabela 1). A compensação consiste então em contrair abaixo dos limites anteriormente fixados o crédito das A.M. (reduzindo o ativo das A.M.) e/ou em elevar mediante atrativas taxas de juros ou pela transferência de recursos fiscais para o orçamento monetário a captação de recursos não monetários. (Vale dizer, expandindo o passivo não-monetário das A.M.).

Ambas as coisas se fizeram presentes no Brasil no primeiro semestre: a contração real da liquidez ( $M_1$ ) foi além da previsão, em virtude da sensível subestimativa da taxa de inflação e, face aos "estouros" assinalados, os empréstimos do BB e os repasses do Bacen foram brutalmente contidos, e além disso, utilizou-se no limite a transferência de recursos do orçamento fiscal para o monetário, subtraindo adicionalmente recursos de um gasto público que já vem sendo fortemente contraído.<sup>(1)</sup> As taxas de juros também sofreram impacto da pressão da dívida pública para lograr alguma colocação líquida de títulos públicos.

A meta monetária, tal como estabelecida pelo FMI, traz certas diferenças com relação a este quadro referente ao orçamento monetário, que convém explicitar. O FMI segue o "enfoque monetário do balanço de pagamento" que procura transferir para a dimensão monetária interna os desequilíbrios no plano das contas externas de uma economia. Assim, o conceito relevante pa

1) Ver para a avaliação da política fiscal recente o artigo de Sulamis Dain no Boletim de Conjuntura Industrial, v.4, nº 2, abril/84, 1983/1984. Finanças Públicas: Ajustes Formais, Equívocos Reais.

ra o Fundo em termos monetários é o de "ativos internos líquidos das autoridades monetárias", definido como a diferença entre as "obrigações junto ao setor privado" e as "reservas internacionais líquidas" (A tabela 2 ilustra). Os AIL são critério de "performance", para os quais são devidos o cumprimento de meta pré-estabelecida.

Note-se que pela definição do Fundo, as "obrigações junto ao setor privado", bem como o "passivo monetário das autoridades monetárias" (base monetária), podem assumir valores distintos na dependência do desempenho do setor externo (avaliado pelas "reservas internacionais líquidas"), para uma dada meta dos AIL. Aqui transparece a abordagem monetária do balanço de pagamentos referida linhas atrás e que o Fundo adota. Assim, uma mesma meta de digamos Cr\$5 trilhões para os AIL pode ser obtida com valor de Cr\$4 trilhões para as "obrigações junto ao setor privado", se o déficit do balanço de pagamento é Cr\$1 trilhão. Mas se o desempenho do setor externo for outro, fechando com um superávit de Cr\$1 trilhão, digamos, ao invés do déficit, a meta de 5 trilhões dos AIL comporta expansão maior das "obrigações junto ao setor privado" (no caso, de 4 para 6 trilhões), e, portanto, também da base monetária. No caso contrário, de ampliação do déficit, o resultado seria uma contração maior da base. Das variações da base monetária, assim resultantes, o "ajustamento monetário do balanço de pagamentos" prevê que sejam detoados processos de auto-correção dos desequilíbrios.

A última carta de intenções que o governo brasileiro assinou com o Fundo contém além do compromisso quanto aos AIL e

exigidos pelo Fundo, metas mensais para a base monetária (ver Tabela 3), fixando para o final do ano uma expansão de 50%. Com isso a base monetária (ou o CIL) deixou de ser o instrumento flexível que a conjuntura internacional refletindo-se nas contas externas do país e a própria definição de desempenho monetário, tal como adotado pelo Fundo permitiam, para transformá-la em um fim em si mesma. Deve ficar claro que este procedimento tem como fundamento a sequência exposta na abertura, cujo ponto de partida é uma certa concepção de moeda e de criação monetária e o desenlace é a pretensão do controle sobre a renda nominal e o nível de preço mediante a base monetária. Vale dizer, trata-se de estratégia de política anti-inflacionária evidentemente seguidora de doutrina monetarista.

## 2. O Orçamento monetário para 1984

O orçamento monetário para 1984<sup>(1)</sup> previa um duro aperto. Estabeleceu-se como metas para o ano expansão da base monetária e dos meios de pagamento em apenas 50%, dos empréstimos globais do sistema financeiro em 83,8% e dos empréstimos das A. M. em 59,1%, com previsão de grande contenção do crescimento do crédito oficial para todos os setores, inclusive os ditos "prioritários" - setor rural e setor exportador -, mas particularmente à indústria e comércio e ao setor público (Ver a Tabela 4).

Particularmente contracionista foi a programação para o primeiro trimestre do ano. O governo pretendia fazer recuar a

(1) Aprovado em reunião do CMN em 22/12/83.

taxa anualizada de expansão dos meios de pagamento de cerca de 90% em dezembro, para nada menos do que 50% em março. Esperava-se que o aperto monetário promovesse de um golpe a queda da taxa de inflação, que chegara a 211% em dezembro. Nada foi escrito sobre a pretensão de reduzir a taxa de inflação no ano, mas a 5a. Carta de Intenções fala em reduzir a do ano de 1983 pela metade. Sabe-se ainda que para efeito de elaboração dos orçamentos públicos para 1984, utilizou-se o índice médio de 125%.

As seguintes diretrizes foram adotadas na programação para 1984:

1) a já referida meta de 50% para a base monetária e dos meios de pagamento, "como elemento considerado indispensável para obtenção de substancial desaceleração do processo inflacionário".

2) A previsão para a conta operações com o setor externo era de que esta, ao contrário de 1983, deveria "exercer forte pressão (expansionista) sobre a base monetária", dada a previsão de superávit no balanço de pagamentos de US\$1 bilhão. Para o 1º trimestre, contudo, antecipou-se impacto contracionista da conta.

3) Não se esperava da dívida pública uma fonte líquida de recursos, para as A.M., como aliás vinha ocorrendo nos últimos dois anos. Isto era condizente, sustenta o documento, com a eliminação do déficit operacional do setor público e com o objetivo de "amenizar o efeito da política anti-inflacionária sobre as taxas de juros". As operações com títulos públicos ser



viriam ao longo do ano "para compensar as pressões extraordinárias derivadas de contas do orçamento sujeitas a forte componente sazonal (casos dos preços mínimos, custeio agrícola, compras de trigo e café)."

4) As transferências do orçamento fiscal para o orçamento monetário deveriam constituir a principal conta de ajuste, dada a previsão quanto ao setor externo e a virtual perda da dívida pública para a captação líquida de recursos. Como o próprio documento expressa:

"Esses recursos serão decisivos para viabilizar o controle da oferta monetária em um período em que não mais se poderá contar com a perspectiva de impactos contracionistas das operações com o setor externo e para que o orçamento monetário possa ser cumprido sem uma pressão indesejável do setor público no mercado de títulos."

Na projeção, seriam transferidos ao Orçamento Monetário um total de Cr\$5,8 trilhões em 1984 (Cr\$2,6 trilhões em 1982), dos quais Cr\$600 bilhões no 1º trimestre. Para o 1º semestre este valor deveria atingir Cr\$2 trilhões.

5) Face aos critérios e previsões acima, o fechamento do orçamento monetário ao nível da contração monetária planejada exigia as seguintes diretrizes na área do crédito das A.M.:

- previsão de expansão nominal extremamente baixa até mesmo ante a mais otimista das antecipações para a taxa de inflação (como a do próprio governo): Banco do Brasil em 57%, Ban

co Central em 66,5% e total das A.M. em 59,1%;

- elevação das taxas de juros para níveis reais (correção monetária + 3% de juros na maioria dos casos) dos empréstimos ao setor rural e ao setor exportador, com o que virtualmente se eliminavam os "subsídios implícitos" no crédito oficial. Contava-se, a partir disto, com maior retorno dos empréstimos e melhor relação recursos próprios/recursos de terceiros por parte dos demandantes de crédito, levando a um reforço de fundos e, simultaneamente, à contração da demanda de crédito, e daí "subsídios" alívio da pressão sobre a base monetária". Em matéria de taxa de juros das aplicações, o Orçamento prometia ainda um "realinhamento geral dos encargos financeiros" dos diversos fundos e programas do BC e BB, com o mesmo objetivo.

6) Cabe, por fim, referência a que outras contas seriam também contidas com a eliminação total do subsídio ao consumo do trigo (prevista para até junho) e "substancial redução" no déficit da conta açúcar.

Em resumo, a fixação de meta monetária tão baixa nas condições previstas para o setor externo e o open market teria fundamentos: no grande crescimento dos recursos não monetários das A.M. (previsão de crescimento de 105,9%) viabilizado principalmente pelas transferências fiscais; na contenção do crédito oficial que já seria sensível na base da própria expectativa inflacionária do governo mas ameaçava tornar-se dramática caso fosse outro (como foi efetivamente) o comportamento da taxa de inflação; e no reforço de recursos das A.M. mediante retorno dos

empréstimos, obtido através da movida para cima que se procedeu nas taxas de juros do crédito oficial, servindo ainda para contrair a demanda de crédito.

Os fatos do semestre resultaram em saldo muito mais elevado do que o previsto nas "operações com o setor externo" (inclusive com expansão já no 1º trimestre, opondo-se à previsão de queda), em resgate de títulos públicos em uma escala muito superior à antecipada (particularmente no 1º trimestre) e em taxa de inflação acumulada de 75,6%, significando, em termos anuais, a reprodução da taxa de inflação de 1983. A condução da política monetária e financeira em perseguição às metas fixadas, mas ante as condições acima - longe das projetadas - definiu-se pela contenção real muito maior das aplicações do BC e BB para o crédito agrícola, industrial e à exportação; por promover transferências fiscais muito acima das previstas, subtraindo ainda mais recursos do gasto público e finalmente, por pressionar o mercado de títulos para a colocação de títulos públicos (no segundo trimestre) forçando a elevação das taxas de juros. Os limites nominais de expansão da base monetária e dos meios de pagamento foram ultrapassados, mas a contração real da liquidez foi muito além do que certamente se previa, em função da alta taxa de inflação apurada no período. A Tabela 5 traz os principais resultados do período.

## II - As Políticas Monetárias e de Dívida Pública e o Sistema Financeiro

Neste item pretendemos analisar as políticas monetária e de dívida pública no semestre. Mas pretendemos também conduzir a análise nos quadros da crise financeira que o país vive e das tendências e expectativas financeiras que se desenvolviam no 1º semestre. Começaremos por traçar um rápido perfil da crise financeira (II.1) e das tendências e expectativas do início do ano de 1984 (II.2); em seguida, a análise das políticas (II.3 e II.4).

### 1. O Quadro da Crise Financeira e a Instabilidade de 1983

O que vem caracterizando nos últimos anos as relações entre setor financeiro e rentistas, de um lado, e setor produtivo, de outro, na economia brasileira é a transferência real de renda a que estes últimos estão submetidos. Este momento das relações do setor produtivo com os rentistas "de pagar as contas", vem sendo sustentado pelas altas taxas de juros e pelo endividamento acumulado dos agentes econômicos, inclusive o Estado, na fase de expansão anterior. Não há um limite a este processo de transferência, exceto um limite teórico dado pela destruição da capacidade produtiva da economia e a cessação de geração de rendas reais públicas e privadas, numa absoluta "economia de rentistas", se as dívidas não forem de alguma forma canceladas ou desvalorizadas e se as taxas de juros não cederem à baixa. Concretamente, os movimentos de uma economia atravessando este "mo



mento" são muito complexos e de desenlace dificilmente previsível, como ilustra o caso brasileiro. Muito antes do limite teórico, a crise econômica desdobra-se em crise financeira, cujo sintoma é, além da retração da acumulação produtiva e dos níveis de renda, lucro e emprego, um amplo reordenamento dos capitais segundo a posição credora/devedora, a capacidade de valorizar os ativos de acordo com o padrão financeiro de valorização (a taxa de juros) e o poder de compensar via preços de insumos e de produtos finais a transferência real de renda, num processo descontrolado em que juntos caminham a recessão, a inflação e a instabilidade movida pela especulação dos fluxos de capitais dentro e fora do sistema financeiro. Um desenlace possível e também limite (embora neste caso, não meramente teórico) é a precipitação de uma crise de pagamentos aberta, carregando sistema financeiro e rentistas (mas também renda e emprego), e que não assegura como nas teorias do "ciclo puro", o "caminho da retomada". Uma outra possibilidade passa por uma via organizada do processo de desvalorização e cancelamento das dívidas que tente evitar o aprofundamento e prosseguimento da recessão, inflação e instabilidade financeira: consiste em liquidações e cancelamentos financeiros ordenados através de uma reforma monetária e financeira, mas que também pode apresentar limitações graves nas complexas negociações e na distribuição de perdas e posições presentes e futuras que envolve necessariamente.

A economia brasileira vem há pelo menos 4 anos enfrentando este processo, de resto alimentado pela política econômica e, ademais, envolvida em uma outra dimensão da transferência de renda real: a que se estabelece entre a economia do país e o

sistema financeiro internacional. As novas variáveis do jogo são então as que expressam as relações financeiras do país com o exterior: preços internacionais dos produtos de exportação, taxa de juros internacional e taxa de câmbio, que se alternam juntamente com as variáveis domésticas a eles relacionados — ou contrapostas — preços e rentabilidade de ativos domésticos, taxas de juros internos, índices de correção — como referências do jogo especulativo e dos movimentos de capitais.

A corrida aos "mercados líquidos" e a generalização da especulação foram fenômenos que muito se desenvolveram em 1983, alimentados pelo quadro de absoluto pessimismo e de indefinição sobre os rumos da economia brasileira nos planos interno e externo em meio às negociações com o FMI e os credores internacionais. A execução da política econômica e financeira agravou ainda mais o quadro: a maxidesvalorização de fevereiro, a indeterminação quanto as regras de indexação, a exportação a qualquer custo, inclusive de produtos básicos para o consumo interno, a política francamente recessiva nos planos salarial, fiscal, monetário e creditício, acirraram a especulação e a instabilidade da economia. Os mercados financeiros foram sendo tomados pela especulação, motivados particularmente pela expectativa de desvalorização real do câmbio: dólar paralelo, ouro e ORTN cambial nos primeiros meses do ano; produtos agrícolas de exportação e "commodities", ações e novamente ORTN cambial após a maxi. Com isso, os padrões de valorização de ativos, o cálculo econômico quanto a custos de produção, taxa de rentabilidade de referência e fixação de preços foram sendo progressivamente diluídos, ameaçando jogar a economia numa hiperinflação.

Neste processo de instabilidade financeira e de deslocação dos padrões referenciais da economia não apenas contraíram-se mais ainda as "variáveis reais" - gasto e a receita pública, o investimento privado, o consumo assalariado, a renda, lucro e emprego agregados -, jogando a economia na maior recessão de sua história, como também colocou em cheque segmentos inteiros do sistema financeiro. O enorme sistema de poupança e habitação rapidamente perdeu recursos, e assistiu à escalada da inadimplência dos mutuários, exigindo várias e seguidas medidas de emergência como a redução do prazo da caderneta de poupança, o postergamento de parcela da dívida dos mutuários e a uma tentativa de salvamento pelo BNH de várias empresas de poupança "independentes", antes de serem liquidadas nos primeiros meses de 1984. O giro da igualmente enorme dívida pública só foi possível porque o governo sancionou a especulação em curso, emitindo o ORTN com cláusula de reajuste pela correção cambial e assim mesmo necessitou que fossem esterilizados vultosos recursos subtraídos do orçamento fiscal.

O leitor poderá observar na Tabela 6 a disparidade da evolução dos preços, rentabilidade de aplicações financeiras e índices de correção verificada em 1983, reflexos da especulação desenfreada, bem como da indeterminação dos preços e dos padrões financeiros de referência que dominaram os mercados financeiro e de mercadorias neste ano.

## 2. Expectativas e Tendências do Sistema Financeiro no 1º Semestre

O fato realmente novo no 1º semestre de 1984 no mercado financeiro com relação ao quadro que acabamos de esboçar, foi a reversão da expectativa de desvalorização real do cruzeiro (uma nova maxi), esperada para o início do ano. Por outro lado, o governo renunciara desde novembro do ano anterior a tentar guiar as expectativas através da manipulação do índice de correção monetária, definindo uma paridade mensal dele com a taxa de inflação e a desvalorização cambial, que vem obedecendo até o presente.

A nova regra de indexação tem sérios inconvenientes em termos de inflação, taxa de juros e valorização automática das dívidas mas juntamente com a reversão da expectativa cambial serviu para amenizar os riscos de operação do sistema financeiro e para dar maior estabilidade aos fluxos de capitais no seu interior,<sup>(1)</sup> que como vimos, mostravam-se muito instáveis. Convém insistir que isto deveu-se a que uma das principais fontes de especulação financeira - a especulação com ativos denominados em dólar - foi momentaneamente neutralizada e as rentabilidades dos demais ativos equiparados, embora esta equiparação tenha se dado "por cima" e a níveis reais a nosso ver insustentáveis por um longo tempo. Abriu-se assim uma espécie de período de trégua no sistema financeiro, de forma que não se renovaram as tremendas pressões de natureza especulativa que se fizeram tão presentes no passado recente para a elevação das taxas de juros e dos riscos no sistema financeiro. Como se pode observar na Tabela 6, os índices, preços e rentabilidades fixaram-se

(1) Em grande parte, a relativa melhora do sistema de poupança nos primeiros meses do ano deveu-se a isto. (Voltaremos adiante ao sistema de poupança).



no 1º semestre de 1984 a níveis bastante elevados, como em 1983, mas com muito menor disparidade.

No crédito, o semestre assistiu à contração da demanda por parte dos segmentos privados que conseguiram em meio à recessão reduzir seu grau de endividamento e também por parte das empresas estatais, contidas pela política econômica em seu acesso ao crédito, reproduzindo em ambos os casos o que já se fizera sentir em 1983. Ainda nesta área há um outro fato a ser ressaltado: desde janeiro as Sociedades de Crédito Imobiliário foram autorizadas a conceder crédito para capital de giro às empresas de construção e de material de construção com recursos mais baratos da poupança. (1)

Em parte estes fatores explicam a retração dos empréstimos do sistema financeiro (Tabela 7) que vem ocorrendo há anos e teve prosseguimento no 1º semestre de 1984. (2) E, aliados às expectativas na área cambial, contribuíram para que as taxas de juros, embora mantidas altas ao longo de todo o período, ensaiassem um movimento de queda a partir do mês de abril. (Ver Tabela 9). (3)

(1) A imprensa noticiou que nos empréstimos para capital de giro das SCI cobrava-se taxa de juros de 15% ao ano sem reciprocidade, ao passo que as fontes tradicionais não cobravam menos do que 30%.

(2) Note-se, contudo, outros fatores atuantes no período: a) os empréstimos do BB, (-22,1% em termos reais), os maiores responsáveis pela queda dos empréstimos do sistema monetário (ver a Tabela 8), foram violentamente contraídos em nome do cumprimento das metas do orçamento monetário; b) a queda dos empréstimos das financeiras (-13,7%) e das SCI (-9,1%) explicam-se pela contração dos gastos das famílias devido à recessão e à queda real dos salários e no caso específico das SCI, também pelos problemas de liquidez que principalmente as "independentes" atravessaram no período.

(3) Note-se que pela primeira vez, desde 1981, um movimento de ascensão das taxas de juros internacionais, como o que se deu no primeiro semestre (ver Tabela 9) não carregou consigo as taxas internas.

Em termos de liquidez, um fator importante concorreu no período: o saldo obtido do comércio exterior poderia significar sob determinadas condições uma expansão conjunta da liquidez interna e da demanda efetiva. Para uma economia que já há alguns anos vem assistindo ao bloqueio de mecanismos básicos de criação de liquidez (casos do crédito do Banco do Brasil e do gasto público), o superávit externo do ponto de vista financeiro era muito bem-vindo e, lembramos, como fonte de expansão da liquidez interna não se chocava nem mesmo com o "enfoque monetário do balanço de pagamentos", o guia da política econômica interna já há algum tempo.

Cabe o registro ainda de que a idéia de uma relativa "trégua" financeira parece adequada para descrever o comportamento de tendências e expectativas no primeiro semestre do ano. Parece óbvio que a expectativa cambial pode ser novamente alterada e não somente em decorrência da crise de endividamento que vive o país, mas também por motivos internos, como um deslocamento dos fluxos de capitais especulativos para ativos "dolarizados". (1) A regra da correção monetária plena e generalizada confere um automatismo no crescimento desfuncional das dívidas, dos custos financeiros e das contas públicas, além de gerar uma certa rentabilidade financeira real mínima, que são insustentáveis em termos de qualquer política que vise baixar a inflação e compensar a recessão, podendo por isso ser alterada (2). Finalmente, é sabido que o saldo comercial teve o apoio em condições

(1) Recentemente (julho), o governo ameaçou relançar no mercado ORIN com cláusula cambial, o que pode detonar um processo nesta direção.

(2) A propósito, mudanças nas regras de indexação (expurgo, etc) e nas expectativas cambiais têm sido uma constante nos atuais anos 80.



excepcionalmente favoráveis do comércio internacional em 1984, as quais, segundo várias previsões, não devem se repetir no próximo ano.

Mas, vejamos como as expectativas e tendências descritas acima poderiam ser transmitidas ao sistema financeiro. A transmissão far-se-ia mediante uma maior liquidez e redução das taxas de curto prazo do open market, daí se generalizando para todo o sistema. Dada, no entanto, a atual conformação do sistema financeiro do país, uma redução substancial das taxas de juros nominais relativamente à taxa de inflação poderia revelar-se perigosa. Poderia, por exemplo, provocar o desvio de excessivos fluxos financeiros para a caderneta de poupança e detonar especulações com títulos públicos de correção pós-fixada. Este perigo poderia, no entanto, ser evitado sem que a queda das taxas de juros fosse desperdiçada. Isto envolveria uma estratégia de política financeira mais arrojada e mais consistente por parte do comando da política econômica, que, por exemplo, promove-se uma maior diferenciação dos títulos quanto à forma de correção monetária e prazos. Neste sentido, seriam políticas consistentes com expectativas e tendências em curso a elevação dos prazos das cadernetas de poupança, o que contribuiria para uma maior estabilidade ao sistema de poupança, e a concentração da operação da dívida pública para fins de mercado aberto nas LTN, título sabidamente mais adequado a este mercado. Poderiam ainda as autoridades tentar a reabertura de um mercado privado para a compra definitiva de títulos públicos de prazo médio, neste caso contando com a ORTN (monetária, nunca a cambial). A prévia absorção que o Banco Central promoveu nos primeiros meses do

ano de ORTN cambiais e a intervenção do governo nas instituições de poupança mais desequilibradas financeiramente facilitarão a execução das medidas que, ademais, constituiriam um primeiro passo em uma direção que inevitavelmente teremos que seguir se desejamos adequar o sistema financeiro à economia nacional, qual seja, a de segmentar os diversos compartimentos do sistema nas seguintes linhas gerais: o open market como mercado de risco restrito a aplicações de curtíssimo prazo de saldos de bancos e empresas; o mercado de títulos públicos de médio e longo prazos, protegido pela correção monetária; o segmento de poupança que deve absorver as poupanças individuais e saldos mais estáveis de pessoas físicas num fundo integralmente protegido da inflação, garantido pelo governo e complementado pelo fundo compulsório que é o FGTS; os demais segmentos privados com distintas composições quanto a risco, liquidez, rentabilidade e forma de correção monetária.

Havia ainda espaço para a política econômica mover uma peça importante, estritamente financeira. É a desdolarização que o governo poderia ordenar em um processo mais gradual do que aquele que se verificou no primeiro trimestre do ano quando promoveu grandes recompras de ORTN com cláusula cambial.<sup>(1)</sup> A desdolarização deveria ser política explícita com relação a todos os passivos e ativos em dólar ao invés de medida de emergência e parcial, incidindo apenas sobre um título, a ORTN com cláusula cambial, cujo preço despencava no mercado. A conjuntura cambial deste primeiro semestre abria oportunidade ímpar nesta direção. Fontes do mercado financeiro dão conta de que ainda

(1) Ver a seguir o item 3.

circulam no mercado cerca de Cr\$6 trilhões em ORTN cambial com preços deprimidos e dificuldades de financiamento de posição. O mercado vem pressionando por nova rodada de recompras que liquidem as posições nestes títulos, mas a alegação do governo é a de que a substituição destas ORTN cambiais por ORTN monetárias com desconto para reequilibrar financeiramente as instituições com carteira de ORTN cambial oneraria o déficit público com consequências para a meta acertada com o FMI. Nem os argumentos de um lado, nem os do outro nos parecem razoáveis. O mercado deve assumir riscos e um possível recolhimento das ORTN cambiais remanescentes deveria estar submetido, como defendemos há pouco, a uma política de desdolarização mais ampla. O mesmo pode-se dizer dos recursos depositados no Banco Central sob o amparo da Resolução nº 432. Aqui também a política governamental deveria se apoiar no objetivo da desdolarização, levando em conta, mas não priorizando em absoluto, o impacto monetário de possíveis medidas.

Quisemos evidenciar que a "trégua" do semestre poderia ser acompanhada de um início de processo de reordenação financeira que não propriamente caracterizaria uma reforma financeira como pedem as oposições, mas que ao menos aproveitasse no limite das possibilidades da atual política econômica os fatos financeiros do semestre, que podem não ser sustentados por muito tempo.

O êxito de políticas como as indicadas acima estaria ainda na dependência de algumas condições. A primeira seria a de que a liquidez ampliada não provocasse uma corrida aos merca

dos especulativos, como o paralelo do dólar, mercado do ouro, ações e títulos cambiais como ocorrera intensamente (ainda que sem expansão de liquidez) em fins de 1982 e início de 1983 (ouro, dólar e ORTN cambial) e no segundo semestre de 1983 (ações, commodities e ORTN cambial). Se isto não fosse evitado poderiam ser perdidas as tendências de relativo equilíbrio dos fluxos financeiros, menores riscos e taxas de juros. Mas a própria expectativa quanto à política cambial contribuía para que tais movimentos especulativos não se reproduzissem, ao menos na intensidade de 1982/83. De qualquer forma estes mercados deveriam ser controlados rigidamente pelas autoridades, caso isto se fizesse necessário.

A segunda condição reside em que as políticas monetária e financeira sancionassem as tendências que se desenvolviam na economia.

Mas esta condição não foi respeitada. Vejamos como vem sendo conduzidas as políticas monetária e de dívida pública neste ano. Antes, porém, devemos fazer referência à crise no mercado aberto explicitada no início do ano e que veio a condicionar a execução daquelas políticas.

### 3 - O Encilhamento do Open Market e a Política de Dívida Pública no 1º Triemstre

Segmentos do sistema financeiro viveram momentos de apreensão nos primeiros meses de 1984. A dívida dos bancos esta-



duais junto ao Banco Central (de quase Cr\$1 trilhão) e as dívidas das instituições financeiras independentes do SFH junto ao BNH (de quase Cr\$3 trilhões), eram evidências das enormes dificuldades que estes dois segmentos vinham enfrentando no quadro recessivo e de instabilidade financeira. O BNH decretou a liquidação de praticamente todas as SCI independentes que ainda restavam e o Banco Central interveio nos bancos estaduais obrigando-os a programas de saneamento.

Mas o episódio que sacudiu os círculos financeiros do país se deu no open market. Os fatos foram os seguintes.

Desde o início de 1983 o governo adotou a estratégia de aceitar resgates líquidos de títulos de dívida pública, ao mesmo tempo em que se propunha alterar o perfil da dívida em prol da LTN, título de prazo curto e mais adequado à política de mercado aberto. Mas em outubro a estratégia sofreu revisão, em função da meta monetária de fim de ano que o governo acertara com o FMI. Em 17 de outubro, o governo promoveu um grande leilão de ORTN com cláusula cambial, colocando cerca de Cr\$1 trilhão. <sup>(1)</sup>

O relançamento de ORTN cambial visava, segundo fontes oficiais, cobrir o resgate de títulos no mês de outubro (Cr\$755 milhões) e financiar a expansão dos financiamentos à agricultura e exportação neste mês (Cr\$200 bilhões e Cr\$60 bilhões), evitando assim a expansão da base monetária e submetendo o déficit público a um aumento mínimo. <sup>(2)</sup>

(1) Foram vendidos 135 milhões de ORTN com vencimento em abril de 1988.

(2) Porque as ORTN cambiais são contabilizadas pelo valor nominal, mas foram vendidas com ágio. Ver para mais detalhes sobre o leilão de outubro o Boletim de Conjuntura Industrial, V.3, nº 4, out./83, pp.30-31.

O mercado aceitou avidamente a colocação-jumbo pagando preço médio de 116% pelas ORTN cambiais. Na época desenvolvia-se intensa especulação no mercado financeiro com praticamente todos os ativos, mas no caso do título cambial a expectativa das instituições financeiras era de que o elevado ágio pudesse ser rapidamente compensado pela rentabilidade do título (juros mais correção cambial) face a taxa esperada de financiamento no open (que obedecia à regra de acompanhar a correção monetária igual à inflação expurgada). Lembramos que naquela altura dava-se como certa a decretação de uma nova maxidesvalorização do cruzeiro no início de 1984.

Todas as expectativas se frustraram: a máxi não veio, o governo alterou a regra da correção abandonando o expurgo da inflação e a restrição de liquidez promoveu a alta das taxas de financiamento corroendo a rentabilidade dos títulos em carteira <sup>(1)</sup>. Já no início de 1984 as ORTN não mais tinham mercado para transações definitivas e seus preços despencavam. O Banco Central se viu obrigado a financiar com recursos públicos o encilhamento de títulos no Open Market, ou do contrário o mercado ameaçava ir à bancarrota.

Em 08 de fevereiro o Banco Central promoveu um primeiro grande leilão de recompra de ORTN, tendo em vista reduzir o volume de financiamento ao mercado, que segundo se noticiou na imprensa alcançava já Cr\$2 trilhões. Injetou Cr\$1,5 trilhão <sup>(2)</sup>.

(1) Outro fator explicativo deve ser lembrado: o preço do lastro (preço de garantia) dos títulos públicos, sistematicamente fixado pelo governo abaixo do preço de mercado, o que dificultava o financiamento das cartei ras.

(2) Na recompra de fevereiro o BC pagou o preço de 106,8% pelas ORTN cambiais.



No entanto, as tendências de queda dos preços das ORTN e de aperto de liquidez, dada a política monetária e fiscal restritivas, persistiam<sup>(1)</sup>, de forma que os financiamentos do BC novamente subiram e ameaçaram atingir em março a média diária de Cr\$3 trilhões.

Novo grande leilão foi então promovido em 21 de março. O BC recomprou desta feita Cr\$2,5 trilhões de ORTN cambiais a um preço 3% acima do valor nominal. Em simultâneo colocou Cr\$1,8 trilhão em ORTN comuns com prazos variando de 3,6 a 9 meses ao preço de 97 a 99% do valor nominal, com vistas a elevar a rentabilidade destes títulos e permitir que as instituições financeiras não mais acumulassem prejuízos. Nos dias que se seguiram o BC patrocinou novos leilões de menor porte, tendo como meta ir reduzindo seus financiamentos para algo em torno a Cr\$1 trilhão.<sup>(2)</sup>

Cabem algumas observações críticas sobre esta operação de salvamento do open, (aliás sem precedentes na história financeira do país), bem como sobre como vem sendo conduzida a política de dívida pública desde então.

i) em primeiro lugar, os episódios de fevereiro e março demonstram apenas com maior dramaticidade o que já vem sendo uma constante: o mercado vem se constituindo em enorme absorve-

(1) Eis os preços das ORTN cambiais (vencimento em 15-4-1988) no mercado secundário em 1984 (preços em % sobre o valor cambial): 109,30% em janeiro, 104,50% em fevereiro, 103,10% em março, 103,50% em abril e 101,98% em maio. (Fonte: Carta Econômica do Banco Garantia).

(2) Segundo o presidente da ANDIMA, Carlos Brandão, em entrevista à TV em 5/7/84, teriam sido recolhidos um total de Cr\$7,5 trilhões em ORTN cambial entre os meses de fevereiro e maio.

dor de recursos públicos. Ainda que se logre em algum momento e à custa de alta rentabilidade ou da especulação com títulos públicos, colocação substancial de títulos no mercado, o "efeito bumerangue" do open é quase imediato e muito potente no sentido da sangria posterior de fundos públicos. Foi isso o que sucedeu à grande ofensiva dos títulos públicos no mercado em 1981; foi também isto o que evidenciaram os acontecimentos que narramos após o superleilão de outubro. E o próximo governo, logo em seu início, corre grande risco de que o mesmo o aguarde em função da nova ofensiva da dívida pública a partir do 2º trimestre do presente ano, a qual teremos oportunidade de comentar no item a seguir.

ii) dois fatos interligados e de maior gravidade vem acompanhando a política de dívida pública e de open market no país: primeiro, a despeito dos substanciais resgates líquidos de títulos públicos que vem ocorrendo (Tabela 10), a dívida pública apresenta elevado automatismo em seu crescimento, devido à indexação e a carga de juros. Assim, observamos que ela cresceu em termos reais apesar do resgate líquido havido no período. Eis aqui uma face negativa da regra da correção plena (e que não apenas se revela na dívida pública, mas em praticamente todos os débitos dos agentes econômicos, em quase toda sua totalidade atualmente submetidos à correção monetária posfixada). Nota-se ainda que a queda do valor real da dívida fora das A.M. ocorrida em 1983 (Tabela 10) deveu-se à fixação de índices de correção muito abaixo da taxa de inflação neste ano (156,6% contra 211%), mais do que os resgates ocorridos no ano. Um dos mais sérios problemas oriundos da indexação é este: a remarca-

ção automática da dívida pública<sup>(1)</sup> e privada.

O segundo fato grave diz respeito à forma como vem sendo financiada a absorção de recursos devido ao encilhamento do open market. Desde 1983 somas expressivas de recursos do orçamento fiscal vem sendo esterilizadas nestas operações financeiras. A dimensão das perdas em termos de criação de nova liquidez e da demanda efetiva, subjacentes a esta política, é evidente e coloca-se como um dos mais sérios determinantes da crise de liquidez e da recessão interna nos últimos anos, de forma que aqui também, qualquer política que proponha a retomada do crescimento terá que superá-la como providência preliminar.

iii) Após os acontecimentos no open, o governo abandonou de vez a política fixada no início de 1983 de operar no mercado aberto com LTN. Este título, que chegou a representar 25% do total da dívida pública fora das A.M. em agosto de 1983, ficou reduzido a apenas 1% em junho de 1984. A opção se deu pela venda de ORTN monetária com prazo decorrido. O que deve ser ressaltado aqui é a extrema instabilidade da política de dívida pública: no período de apenas um ano privilegiou a LTN para retornar à ORTN cambial (como foi entendido o leilão-jumbo de outubro de 1983) para daí optar pela ORTN monetária em março.

O governo justificou ter lançado mão de ORTN monetária ao invés de LTN por querer evitar "abrir as taxas de ju-

(1) Aliás, numa extensão bem mais ampla do que a evidenciada pela dívida pública em títulos. Os compromissos com os depósitos pela Res. nº 432 e a própria dívida dolarizada do governo e das estatais conferem muito maior gravidade ao problema.

ros"<sup>(1)</sup>, dando curso à concretização da expectativas de redução da taxa de inflação e de juros nominais. Estas expectativas, claro, eram do próprio governo, e não as do mercado financeiro. E na medida em que a inflação não obedeceu à política monetarista a opção revelou resultados opostos, segurando em cima as taxas de juros e sancionando a inflação. Melhor seria "abrir as taxas" e explicitar política consistente para baixá-las e assim a utilização da LTN poderia favorecer a queda das taxas de juros e de expectativas inflacionárias. O governo pode arbitrar para o mercado financeiro as taxas de correção monetária e cambial bem como as taxas de juros de seus próprios financiamentos overnight, mas não as expectativas que se formam no mercado e que são as que contam na formação dos juros e influem nos movimentos de capitais especulativos. O governo sistematicamente ignora isto.

iv) Como última observação, vejamos as implicações da operação de salvamento do open para o orçamento monetário. A operação determinaria uma explosiva expansão monetária. Lembremos que para o 1º trimestre o governo prepara uma particular e brutal contração monetária apostando em reverter a inflação de um golpe. Para isso, não contava no orçamento monetário que a conta de operações do setor externo se mostrasse expansionista e antecipara resgates líquidos da dívida pública de Cr\$219,4 trilhões. Como de ambas as contas vieram pressões muito mais acentuadas, a manutenção da meta monetária (que aliás no trimestre

(1) A rentabilidade da LTN é totalmente antecipada, pois é constituída de um desconto ou deságio sobre o valor nominal.



foi cumprida, inclusive a da base monetária<sup>(1)</sup> exigiu medidas dramáticas. O impacto da crise do open só não foi muito maior por dois motivos: primeiro porque o governo sobre-utilizou de forma insustentável, exceto por um curto período, a colocação de títulos públicos no "extra-mercado", ou seja, junto a empresas públicas (Ver a Tabela 11). Segundo, porque na operação de março o BC ofereceu em troca das ORTN cambiais, ORTN monetárias de sua carteira em condições muito atrativas em termos de deságio e principalmente prazos<sup>(2)</sup>, com o que prejudicou sensivelmente o giro da dívida pública, sobrecarregando-a do componente de curto prazo. Isto tem um alcance muito importante ainda para o presente ano e para os seguintes: implica na necessidade de colocações vultosas e periódicas de títulos em um mercado que certamente saberá cobrar o seu preço<sup>(3)</sup>, ou em arrochar mais ainda o orçamento fiscal para cumprir os resgates, alternativas em que se move a atual política econômica. Eis de novo um determinante ativo da crise financeira, dos juros altos e da recessão econômica do país ligado à dívida pública e que terá de ser enfrentado pelo novo governo fora das alternativas acima se houver propósito de retomada do crescimento. Queríamos deixar claro que tal determinante não se liga a qualquer tipo de déficit público (fiscal ou mesmo financeiro), mas ao perfil e composição da dívida pública, profundamente alterados no primeiro trimestre do ano pelos motivos vistos.

Mas, retornemos ao ponto em discussão. A perseguição

(1) Ver a tabela 3.

(2) Na verdade, o governo chegou a exigir a reciprocidade de 40% do valor da venda de ORTN cambiais. Pelos atrativos das ORTN monetárias, no entanto, chegou a 72% o percentual das operações "casadas".

(3) Como o demonstraria o 2º trimestre do ano. Ver o item II.4, a seguir.

da meta monetária exigiu ainda que o governo acelerasse a transferência de recursos do orçamento fiscal, contraindo adicionalmente o gasto público e a demanda efetiva na economia (no trimestre foram transferidos Cr\$2,0 trilhões para uma previsão de Cr\$600 bilhões) e brutal contração dos empréstimos do BB (+0,6 com previsão de queda de 3,9%)<sup>(1)</sup> e dos repasses do BC.<sup>(2)</sup>

O mês de abril assinala uma inflexão na política monetarista. Não era mais possível segurar base monetária e meios de pagamento (liquidez nominal) ante a explosão dos compromissos financeiros do Estado (a liquidez financeira), esta última, aliás em grande parte de própria responsabilidade do monetarismo. Somente neste mês base e meios de pagamento cresceram 17 e 15,2% (contra metas de 3 e 7,6%, respectivamente), comprometendo inevitavelmente as metas combinadas com o FMI.<sup>(3)</sup> O que se seguiu ao nível da política econômica foi uma radicalização do monetarismo pela insistência em perseguir as metas monetárias estabelecidas para o ano. Isto determinou nova escalada de contenção monetária no 2º trimestre<sup>(4)</sup>, após um 1º trimestre que, como vimos, já mostrara-se intensamente contracionista. A transferência

(1) Note-se que em termos reais a contração do crédito do BB foi de fato maior do que a prevista, devido à aceleração inflacionária no trimestre (a inflação alcançou 35,5%, com o que a queda real dos empréstimos do BB somente nestes 3 meses elevou-se a 1/4, ou 25,8%).

(2) No refinanciamento de manufaturados exportáveis, a previsão era de expansão de 14,4% até março; observou-se aumento de 8,6%. Aqui vale também a ressalva feita no caso dos empréstimos do BB. (Ver a nota anterior). A queda real destes repasses do BC foi de 19,9% no período.

(3) Referimo-nos às metas de base monetária e de meios de pagamento (ver a Tabela 3). A meta de "ativos internos líquidos", em que se desconta as reservas internacionais líquidas, foi cumprida com folga. A meta estabelecia para junho limite de Cr\$4,55 trilhões para os AIL; alcançou-se Cr\$3,16 trilhões.

(4) Certamente, os condutores da política econômica tinham consciência da impossibilidade de cumprir as metas do semestre. O super-arrocho monetarista "explica-se" então pela tentativa de "melhorar" os indicadores monetários tendo em vista a missão de inspeção do Fundo em agosto e a nova rodada de negociação da dívida externa no segundo semestre.



de recursos fiscais para o orçamento monetário alcançou no fim do semestre Cr\$3,8 trilhões (Cr\$1,8 no trimestre) <sup>(1)</sup>; a contração dos empréstimos do BB foi ainda mais dramática (até maio cresceram em termos nominais apenas 9,4% contra taxa de inflação de 60,7%, representando queda real de 31,9%) <sup>(2)</sup> e os repasses do BC a manufaturados exportáveis, referidos há pouco, não cresceram em valores nominais desde março <sup>(3)</sup>. Mas também a política de dívida pública sofreu transformação: decretou-se um novo "pacote" de medidas tendente a ampliar a faixa de colocação de títulos pelo governo fora do open market e no open decidiu-se pelo relançamento agressivo do governo para a colocação líquida de títulos.

#### 4. O "Estouro" de Abril e a Política Monetária do 2º Trimestre

O pacote de 14 de maio consistiu nas seguintes medidas (dentre outras):

- proibição às SCI de aplicarem recursos próprios em financiamento de capital de giro e direcionamento às aplicações

(1) Lembramos que a meta para todo o ano é de Cr\$5,8 trilhões. Dois terços da meta foi antecipada para o 1º semestre.

(2) Em junho não foi mais possível conter da forma como vinha sendo contido o BB: seus empréstimos só aí evoluíram 24,1%. Mas no semestre acumularam queda real de 22,1%. (Ver tabela 8). Note-se que por causa desta sem precedentes escalada monetarista, o BB viu-se reduzido a uma participação de apenas 8,6% no crédito ao setor privado, certamente a mais baixa em sua história. Participava nos anos 70 com 20 a 23%, para daí decrescer rapidamente: 20,1% em 1980, 16,2% em 1981, 13,1% em 1982 e 10,3% em 1983.

(3) Com o que a queda real no semestre alcançou 38,1%. Em junho, segundo o noticiário da imprensa, somavam Cr\$700 bilhões os atrasados de crédito à manufaturados para exportação.

em títulos públicos;

- obrigatoriedade de aplicação em títulos públicos de 40% da parcela da carteira dos fundos mútuos de investimento não aplicados em ações;

- permissão para o BB captar depósito a prazo com emissão de CDB;

- o custo do redesconto de liquidez concedido aos bancos passa a acompanhar o custo do financiamento overnight, mais um adicional de 6 a 18% ao ano.

Quanto à política de mercado aberto e de dívida pública, esta assumiu os seguintes contornos:

A sistemática de fixação das taxas overnight acompanhou a que fora definida desde fins de 1983 com o tabelamento e a indexação das taxas, de forma que superassem ligeiramente a correção monetária do mês - por seu turno, colada à taxa de inflação.

Esta foi a solução encontrada para um dilema que se apresentava aos olhos dos condutores da política econômica. As taxas overnight não poderiam se formar a níveis muito baixos (com relação à correção monetária, por exemplo), como seria o caso se a maior liquidez oriunda do superávit externo fosse integralmente sancionada por uma política monetária passiva, porque isto favoreceria a expansão monetária para muito além da

curta expansão fixada na meta com o FMI. Também não poderiam se fixar a níveis muito altos, acompanhando a brutal contração da liquidez que a política monetária vinha promovendo. Isto porque ameaçaria principalmente o equilíbrio tão precário do sistema de poupança. (1) A solução do tabelamento e da indexação garantiria rendimento líquido (descontado o I.R. na fonte de 8%) das aplicações no open inferior à poupança. De resto, a ameaça de que as taxas de financiamento disparassem colocava outro problema: poderia arrastar inúmeras bancadoras que carregaram suas carteiras de ORTN cambial em 1983 na espreita de nova maxi em 1984, cujos preços despencaram. Mesmo a taxa tabelada e fixada ao nível da correção monetária (e da taxa de inflação) significava para estas bancadoras grande dificuldade no financiamento de suas posições. Por esta razão, as recompras de fevereiro e março foram defendidas pelo governo como manobras de "recuperação" ou "limpeza" do open para efeito de política monetária. Aí então o custo do financiamento relativamente mais elevado poderia ser compensado pelo deságio oferecido nos leilões go-around do título agora privilegiado nas operações de open market: ORTN monetária -, elevando sua taxa de juros efetiva muito acima da taxa legal de 6% mais correção monetária.

Pois bem, munido da "limpeza do open", das medidas do "pacote de maio" e desta sistemática de juros no open market, o

(1) Que é o maior fundo financeiro do país na atualidade: Cr\$32 trilhões em junho de 1984. (Ver a Tabela 12). Note-se que a duras penas o sistema conseguiu uma evolução dos saldos em 1984 próximo à taxa de inflação e correção monetária (Tabela 12). A propósito, a correção monetária plena mostra aqui outra de suas faces negativas. Com inflação muito elevada, como a atual, a valorização automática dos saldos de poupança, aliado à liquidez da poupança no presente, confere ao sistema um grau adicional de risco muito elevado na renovação dos depósitos.

governo reiniciou em maio política ativa de colocação de títulos públicos. Objetivo: uma vez mais estancar a corrida monetária (a base monetária) em meio à disparada das contas financeiras. Para tanto, nesta nova rodada, lembramos, contava ainda com o arrocho do crédito oficial e do gasto público para proporcionar maiores transferências de recursos fiscais. Por dois meses obteve-se relativo resultado nas metas monetárias (ver Tabela 3) e aí a política de dívida pública teve influência determinante, juntamente com os dois fatores ressaltados acima. Como se pode conferir na Tabela 11, o chamado "extra-mercado" não pode sustentar no 2º trimestre a colocação líquida do 1º trimestre, mas em contrapartida o "mercado" absorveu nada menos do que Cr\$ 1,1 trilhão em títulos públicos de curto prazo, elevada rentabilidade e correção plena. (1)

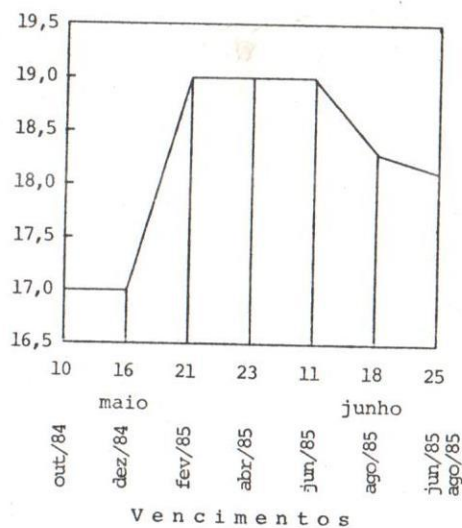
Isto só pode se dar porque as taxas de rentabilidade foram empurradas para cima em função dos descontos oferecidos nas ORTN monetárias (ver o gráfico) (2). Com isto, a moderada queda das taxas de juros, ensaiada no sistema financeiro foi revertida. Como se pode verificar na Tabela 9 as taxas financeiras voltaram a subir nos meses de maio e junho.

(1) Na verdade até o início de maio o governo resistiu a pressionar o mercado em busca de colocações líquidas de títulos. Não foi apenas o estouro de abril que o fez mudar de ideia; neste mês os resgates líquidos de títulos públicos alcançaram Cr\$533 bilhões (Ver a tabela 11) quando a programação para o mês estabeleceu colocação líquida de Cr\$300 bilhões. A nova fase foi inaugurada no "go around" realizado em 10 de maio.

(2) A alta das taxas, segundo o mercado, se explica pela incorporação de um prêmio de risco pela passagem do ano e de governo nos prazos de resgate (ver no gráfico como o BC procurou alongar para 1985 os prazos dos títulos leiloados).



ORTN - LEILÕES  
 Rentabilidade Máxima  
 "Go Around"  
 (% a.a. acima da  
 Correção Monetária)



Cabe ainda referência a uma outra consequência da mo-  
 vida para cima nas taxas de juros provocada pela política de dí-  
 vida pública. O sistema de poupança nos meses de maio e junho  
 voltou a indicar déficit generalizado para todas as instituições  
 do sistema, entre depósitos e saques. Como se pode observar na  
 Tabela 13, as perdas nestes dois meses mais do que compensaram  
 os saldos positivos dos meses anteriores do ano, fazendo reapar-  
 ecer o desequilíbrio da estrutura de recursos do sistema que

UNIVERSIDADE - I  
 BIBLIOTECA

desde meados do ano anterior parecia abafado pela redução do  
 prazo de aplicação para 1 mês, isenções fiscais concedidas aos  
 rendimentos da poupança e restabelecimento da correção plena .  
 Tal desequilíbrio é de natureza estrutural e vai além do saldo  
 da execução da política monetária e financeira no período, mas  
 de qualquer forma, o sistema não pode conviver com o movimento  
 dos juros, tal como o patrocinado pela dívida pública.

### III - O Limite do Monetarismo

Todos os desequilíbrios que vem acumulando o sistema  
 e o mercado financeiro nos últimos anos foram agravados pela es-  
 calada monetarista do 1º semestre. Que também impediu que algu-  
 mas visíveis tendências favoráveis em desenvolvimento no siste-  
 ma financeiro servissem para melhor ordená-lo. O governo só te-  
 ve olhos para a meta monetária de forma que as perspectivas que  
 se abriam de liquidez e de expectativa cambial, ambas oriundas  
 do setor externo (pela primeira vez nestes anos 80, frise-se) e  
 que facilitariam mudanças importantes na área do open market, do  
 sistema de poupança e na dívida pública, bem como medidas mais  
 avançadas em termos de desdolarização<sup>(1)</sup>, foram inteiramente blo-  
 queadas.

Mais grave, a escalada monetarista cultivou no primei-  
 ro semestre o que poderá ser uma explosão financeira das contas

(1) Na direção que procuramos apontar no II.2 - Expectativas e Tendências do Sistema Financeiro no 1º Semestre.

públicas em futuro muito próximo, função da brutal contração mo-  
netária e do crédito oficial, da correção plena e da política  
de dívida pública seguida.

A dívida pública nunca esteve tão mal estruturada, tão  
automaticamente valorizada pela indexação plena e tão "líquida"  
para os seus detentores como agora (inclusive os compromissos  
da 432). Os trilhões dos títulos vendidos com prazo decorrido  
desde a última guinada da política de dívida pública, a vencer  
entre fins do ano e o início do próximo governo, ou a qualquer  
momento sem aviso prévio, dão a dimensão da situação.

Nunca houve contração tão dramática do crédito oficial,  
e nunca a movida das taxas de juros do crédito oficial foi tão  
acentuada como neste ano. A intenção ultimamente manifestada pe-  
lo governo é a de "limpar" o orçamento monetário, mediante medi-  
das como a transferência de linhas do crédito oficial ao segmen-  
to privado do crédito (como o programa do crédito a manufatura-  
dos exportáveis), tornar a captação "comercial" de recursos do  
BB a única fonte de suas aplicações, liberar a comercialização  
agrícola (dispensando a intermediação e os recursos do Estado) e  
financiar exclusivamente com recursos fiscais os subsídios cre-  
ditícios remanescentes. A menor das críticas que se pode fazer  
a iniciativas como estas, ao apagar das luzes do atual governo,  
é que a causa do pseudo "equilíbrio" monetário concentre deci-  
sões tão cruciais para o presente e para o futuro da economia co-  
mo as que dizem respeito à produção e preços de alimentos e de  
produtos de exportação, a função do sistema de crédito e direci-  
onamento do crédito público e privado no país.

Nunca os mecanismos clássicos de criação de liquidez  
real <sup>(1)</sup> na economia brasileira, o crédito do BB e o gasto públi-  
co, estiveram tão emperrados como no presente. Já fizemos refe-  
rência à dimensão a que ficou reduzido o BB no sistema de crédi-  
to brasileiro; falamos também da restrição financeira do gasto  
público imposta pelo monetarismo, refletida em transferências  
crescentes do orçamento fiscal ao monetário. Pois bem, ambas  
as coisas — e em condições do recuo do gasto privado, vale di-  
zer, em condições de retrocesso do endividamento primário priva-  
do — promovem a contração da liquidez real e da demanda efeti-  
va e sustentam os juros altos. A única fonte destacada de cria-  
ção de liquidez amparada em gasto real neste 1º semestre te-  
ve origem no setor externo (as exportações líquidas que cresce-  
ram a taxas elevadíssimas). Mas seus efeitos para o resto da e-  
conomia — o que se daria pela via da maior liquidez disponível  
aos demais setores para avanços ao gasto a menores taxas de ju-  
ros — foram mais do que compensados pela política monetária.

Enfim, nunca a recessão e a inflação estiveram tão in-  
teriorizadas nas contas públicas e nos mecanismos de financia-  
mento do setor público (que já não financiam nada novo, diga-se  
de passagem). Isto não é sintoma de "déficit público" mas do em-  
bate inglório que o monetarismo trava consigo próprio, em meio  
a uma liquidez monetária que vê e procura a todo custo conter e  
uma liquidez financeira que diz não ver e ignora, mas patrocina  
e vai deixando escapar a cada rodada em que se vai radicalizan-  
do.

(1) Ou de "poder de compra novo" a que se refere Kalecki.



A explosão financeira implícita no arrocho monetário do semestre e nos termos da política econômica em curso ainda está por se resolver no interior das contas públicas: ou por uma explosão da base monetária, ou por nova radicalização monetarista, no limite, em um ultra-monetarismo, que transfira todo o orçamento monetário ao orçamento fiscal (não se trata de engano), reduza a zero o crédito oficial e empurre para muito além dos níveis vigentes a taxa de juros sobre as dívidas plenamente indexadas, tudo isto para zerar a expansão monetária.

As propostas e sugestões se sucedem. Um, advogando "política monetária passiva", promoveriam se pudessem a explosão da base monetária, talvez esquecendo-se de complementar que se a liquidez monetária não for articulada a componente real de gasto corre-se o risco de explosão especulativa na economia. Outros são francamente pró ultra-monetarismo, esquecendo-se que com isso condena-se também a galinha dos ovos de ouro. Há ainda os que propõem instituir por decreto a liquidez financeira como norma para a circulação do capital e o "dinheiro financeiro" (UPC) para a avaliação de todos os ativos e de todas as transações mercantis, além das financeiras. Estes esqueceram de indagar o que pensam os donos do dinheiro condenado e os que tem comando de preços neste mundo sem expectativas e de preços regulados. Há ainda os que, no extremo oposto, conservadoramente optam pelo "dinheiro velho" e apregoam a desvalorização por um golpe da liquidez financeira, seguida (visão radical e velha monetarista) ou não do estancamento da liquidez monetária. Propõem o puro e simples fim de qualquer forma de indexação (de novo uma visão radical) ou alguma fórmula para a sua utilização seletiva.

Aqui (na visão radical) mata-se a economia, mas por uma causa nobre... Mais sábio foi o professor de Economia que indagado sobre o estado do debate no atual quadro político e sucessório, preferiu responder: "pode ser muito fácil montar no tigre; o difícil mesmo é sair de cima dele", e... mudou de assunto.

TABELA 1  
 ORÇAMENTO MONETÁRIO - 1984  
 Fluxo em Cr\$trilhões

	1984	Variação* (%)	Jan-Mar.	Variação* (%)
<u>A - Ativo</u>	9,7	85,5	0,7	6,0
1 - Empréstimos do BB	3,9	57,0	),3	-3,9
2 - Redescontos do Bacen	0,8	82,0	0,1	12,2
3 - Fundos e Programas	0,5	80,7	0,2	31,6
4 - Operações do Setor Externo	1,4	-	-0,4	-
5 - Demais Contas	2,9	63,0	0,6	13,0
<u>B - Passivo Não-Monetário</u>	7,7	105,9	0,6	8,3
1 - Tesouro Nacional	5,0	266,7	0,4	20,5
. Repasses às A.M.	5,8	223,0	0,6	23,1
. Dívida Pública	-0,8	113,8	-0,2	-29,5
2 - Dep.a Prazo no BB	0,2	48,1	0,1	11,3
3 - Recursos Próprios das A.M.	1,8	52,7	-	-
4 - Recursos de Fundos e Prog.	0,4	57,7	0,1	9,9
5 - Demais Contas	0,3	33,3	0,1	11,1
<u>C - Base Monetária (A-B)</u>	2,0	50,0	0,1	2,0

Fonte: BACEN, Orçamento Monetário - 1984.

\* Variação sobre o saldo de 31.12.83.

TABELA 2  
 ATIVOS INTERNOS LÍQUIDOS - Cr\$ bilhões  
 (Saldos em março - 1984)

<u>A - Obrigações junto ao Setor Privado</u>	3.515,3
1. Passivos Monetários	2.754,5
. Papel-Moeda	1.793,5
Papel Moeda Emitido	2.152,3
Caixa das A.M. (-)	93,4
Caixa dos Bancos Com. (-)	265,4
. Depósitos à Vista no BB	961,0
2. Depósitos a Prazo no BB	623,5
3. Outras Obrigações	137,3
<u>B - Reservas Internacionais Líquidas</u>	- 760,8
<u>C - Ativos Internos Líquidos (A-B)</u>	4.276,1
<u>Meta - FMI</u>	5.350,0

Fonte: BACEN - Brazil Economic Programa, maio/1984.



TABELA 3

META DE BASE MONETÁRIA E MEIOS DE PAGAMENTO - Variação (%)

Período	Base Monetária		Meios de Pagamento	
	Meta	Apurado	Meta	Apurado
Janeiro	5,0	5,0	-4,5	-4,5
Fevereiro	-0,8	-1,0	-0,6	1,1
Março	-2,1	-1,8	-0,9	7,6
Janeiro-Março	2,0	2,1	-5,9	3,9
Abril	3,0	17,0	7,6	15,2
Maio	2,1	7,6	4,7	5,4
Junho	5,6	3,1	5,6	9,4
Abril-Junho	11,3	29,7	19,0	32,8
Janeiro-Junho	13,5	32,4	11,9	38,0
Junho-Setembro	9,6	-	9,0	-
Janeiro-Setembro	24,4	-	21,9	-
Setembro-Dezembro	20,6	-	23,1	-
Janeiro-Dezembro	50,0	-	50,0	-

Fonte: Memorando Técnico - 5a. Carta de Intenções e Bacen - Informativo Mensal.

TABELA 4

METAS PARA A MOEDA E CRÉDITO EM 1984

(Variação dos Saldos em dez.)

Discriminação	(*)	
	1983	1984
Meios de Pagamento	92,0	50,0
Base Monetária	89,1	50,0
Empréstimos do Sistema Financeiro	155,6	83,8
Sistema Monetário	140,8	74,5
- Banco do Brasil	95,0	57,0
- Bancos Comerciais	160,0	80,0
Sistema Não-Monetário	167,2	90,4
- Financeiras	130,0	80,0
- Bancos de Investimento	140,0	85,0
- BNA, SCI, APE	185,0	95,0
- Caixas Econômicas	175,0	90,0
- Bancos de Fomento	185,0	95,0
Empréstimos das A.M.	96,3	59,1
Setor Rural	78,2	61,1
Setor Exportador	105,1	79,0
Proálcool	63,2	62,2
Indústria e Comércio	123,6	48,3
Setor Público	132,0	20,0

Fonte: Orçamento Monetário - 1984.

TABELA 5  
PRINCIPAIS FATORES DE EXPANSÃO E CONTRAÇÃO  
DA BASE MONETÁRIA / jan-jun. - 1984

Contas	Fluxos em Cr\$bilhões	
A - Fatores de Expansão	6.507,9	
Operações do Setor Externo	2.837,8	(1.422,1)
Empréstimos do BB	1.460,0	(3.938,8)
Créditos do Bacen	481,6	(1.270,2)
Outras Contas	1.728,5	
B - Fatores de Contração	5.146,1	
Tesouro Nacional	3.785,4	(5.800,0)
Depósitos a Prazo	423,4	( 245,4)
Recursos de Fundos e Prog.	274,8	( 356,2)
Operações com Títulos Públicos	236,8	(- 836,0)
Compulsório s/Dep.a Prazo	425,7	( 163,7)
C - Base Monetária	1.361,8	(2.075,0)

Fonte: Bacen - Informativo Mensal.

Obs.: Entre parênteses as metas para fins de 1984.

TABELA 6  
ÍNDICES, PREÇOS E RENTABILIDADES - 1983 e 1984

Discriminação	1983	1984 Jan - Jun
<u>Índices</u>		
1) Correção Monetária	156,6	73,1
2) Correção Cambial	286,2	73,9
<u>Preços</u>		
1) IGP - DI	211,0	75,6
2) IPA - DI	234,0	76,7
Bens de Consumo	254,7	78,0
- Duráveis	140,2	74,8
- Não Duráveis	266,7	78,3
Bens de Produção	207,5	74,6
3) IPA - Oferta Global	228,3	76,5
- Prod.Agrícolas	335,8	84,5
- Produtos Industriais	200,5	74,8
4) ICC - RJ	148,9	73,1
5) INPC	172,9	71,0
<u>Rentabilidades</u>		
1) Overnight	195,0	83,0
2) Poupança	175,0	81,0
3) C.D.B.	193,0	86,2
4) Letra de Câmbio	117,7	73,4
5) Dólar - Paralelo	223,3	20,3
6) Ouro	165,4	25,3
7) IBOVESPA	754,4	63,4
8) IBV - Rio	637,6	72,9

Fontes: Conjuntura Econômica e Gazeta Mercantil.



TABELA 7

INDICADORES DA EXPANSÃO DA MOEDA E CRÉDITO - 1980 - 84

	Meios de Pagamento (M)	Base Monetária em 12 meses	IGP DI	Líquidez Real (Dez.1979 = 100)	Empréstimos ao Setor Privado								
					Banco do Brasil		Sistema Monetário		Sistema não Monetário				
					(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)			
Dez. 80	70,2	56,9	110,2	89	-	80	-	81	-	83	-	82	
Dez. 81	73,0	69,9	95,2	89	68,7	68	104,8	86	89,3	79	124,5	92	106,9
Dez. 82	69,3	86,8	99,7	76	70,4	58	99,1	86	88,7	74	135,3	110	113,9
Dez. 83	92,0	89,1	211,0	47	94,9	37	159,7	72	138,5	57	163,5	91	153,3
Mar. 84	105,1	79,5	229,7	36	89,1	27	151,8	65	134,0	49	160,8	85	150,2
Jun. 84	111,9	98,9	226,5	30	97,0	29	175,9	71	153,7	53	175,2	85	166,3

Fonte: Boletim de Conjuntura Industrial, julho 1984.

(1) Variação em 12 meses - %.

(2) Índice de Evolução Real: Dez.1979 = 100.

TABELA 8  
EVOLUÇÃO DO CRÉDITO EM 1984

Emprestador Final	Saldos em 31-06-84 (Cr\$ trilhões)	Participação no total (%)	Variação (%) - 1984			
			Jan-Mar	Abr-Jun	Jan-Jun	
					Nominal	Real
Sistema Monetário	41,1	38,5	20,0	38,9	66,9	-4,9
Banco do Brasil	9,2	8,6	0,6	35,9	36,8	-22,1
Bancos Comerciais	31,9	29,9	27,2	40,0	78,2	1,5
Sistema Não-Monetário	65,7	61,5	29,1	30,1	65,2	-5,9
Financeiras	8,3	7,8	23,7	22,5	51,6	-13,7
Bancos de Investimento	10,7	10,0	42,7	37,0	65,4	-5,8
BNH	1,1	1,1	57,0	14,3	79,4	2,2
SCI e APE	14,6	13,7	15,4	33,4	59,7	-9,1
Caixas Econômicas	16,6	15,6	36,4	27,0	70,9	-2,7
BNDES	9,8	9,2	24,4	38,8	72,5	-1,8
Bancos Est.de Des. e BNCC	4,4	4,1	38,1	18,8	69,3	-3,6
<b>Total</b>	<b>106,8</b>	<b>100,0</b>			<b>65,7</b>	<b>-5,6</b>
IGP - DI	-	-	35,5	29,5	75,6	-
Corr.Mon.	-	-	32,7	30,5	73,1	-

Fonte: Bacen.

TABELA 9  
TAXAS DO MERCADO FINANCEIRO

Mês / Quinzena	Índices				Captação				Taxas Internacionais		
	ICP-DI (1)	Corr. Monet. (2)	Corr. Cambial (3)	Over Night (OFIN) (4)	Prefixados		Posfixados		Prime Citybank (9)	Libor (6 meses) (10)	
					CRB 90 d (5)	LC 180 d (6)	CRB 90 d (7)	CRB 180 d (8)			
Dez/82	6,1	6,5	6,5	8,14		124			23	11,5	9,5
Mar/83	10,1	6,7	9,5	8,66		130			14	10,5	9,9
Jun.	12,3	8,0	10,0	9,94		160			24	10,5	10,0
Set. I	12,8	8,5	10,0	8,75		185			26	11,0	9,8
Set. II						180			27		
Out. I	13,3	9,5	14,0	8,94		178			25	11,0	9,8
Out. II						182			26		
Nov. I	8,4	9,7	8,5	8,9		190			23	11,0	10,1
Nov. II						188			25		
Dez. I	7,6	8,4	7,7	8,80		185			25	11,0	10,2
Dez. II						190			24		
Jan/84 I	9,8	7,6	9,8	9,41		185			25	11,0	10,0
Jan/84 II						195		20	21		
Fev. I	12,3	9,8	12,3	11,88	210	200		23	24	11,0	10,5
Fev. II					220	210		25	26		
Mar. I	10,0	12,3	10,1	10,37	245	245		25	25	11,5	11,1
Mar. II					235	245		23	23		
Abr. I	8,9	10,0	8,9	9,67	240	235	19,5	20	20	12,0	11,4
Abr. II					220	215	18	19	19		
Mai. I	8,9	8,9	8,9	9,04	215	210	21	21	21	12,5	12,6
Mai. II					215	215	21	22	22		
Jun. I	9,2	8,9	9,2	9,72	225	220	22	22	23	13,0	12,6
Jun. II					230	235	21	21	23		

(1), (2), (3): Fonte: Conjuntura Econômica

(4): Fonte: Informativo Mensal do Banco Central

(5), (6), (7), (8) - Taxas máximas na última sexta-feira do mês ou da quinzena; Fonte: Gazeta Mercantil.

(5) - CRBs de primeira linha negociadas acima de Cr\$50 milhões; taxa de juros nominal bruta (criadas em 13-1-84)

(6) Letras de Câmbio de financeiras ligadas a conglomerados, negociadas por corretoras e distribuidoras.

(7) CRBs de primeira linha, negociadas acima de Cr\$50 milhões; taxa bruta acima da correção monetária. (Criadas em 13-1-84).

(8) Idem, (7).

(9) e (10) Fonte: BCI, Jul. 1984.

TABELA 10  
IMPACTO MONETÁRIO DAS OPERAÇÕES COM TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS  
E DÍVIDA PÚBLICA EM TÍTULOS

Período	Colocação (-) ou Resgate (+)		Dívida Pública fora das A.M.		Dívida Pública Total	
	Cr\$bilhões correntes	Cr\$bilhões correntes	Valor Real Cr\$bilhões junho/84	Valor Real Cr\$bilhões junho/1984	Cr\$bilhões correntes	Valor Real Cr\$bilhões junho/1984
1980	-	5,9	611,7	13.022,1	848,1	18.054,7
1981	-	551,6	2.145,9	23.403,0	3.087,9	33.676,3
1982	+	21,8	4.737,1	25.870,1	7.863,4	42.943,3
1983	+	2.290,4	9.143,1	16.055,3	25.436,7	44.666,8
<hr/>						
1984						
1º trimestre	+	575,5	12.635,5	16.362,6	33.997,6	44.060,9
2º trimestre	-	812,8	18.303,6	18.303,6	46.969,2	46.969,2
1º Semestre	-	237,3	18.303,6	18.303,6	46.964,2	46.964,2

Fonte: Baeen. Brazil Economic Program, mai/1984 e Informativo Mensal.



TABELA 11  
 COLOCAÇÃO (-) OU RESGATE (+) DE TÍTULOS PÚBLICOS  
 FEDERAIS (Cr\$ bilhões)

Mês / Período	Extramercado	Mercado	Total
Janeiro	- 156,0	- 205,5	- 361,5
Fevereiro	- 244,7	+ 1.153,7	+ 908,9
Março	- 373,0	+ 401,1	+ 28,1
Janeiro - março	- 773,7	+ 1.349,3	+ 575,5
Abril	+ 179,5	+ 353,8	+ 533,3
Maio	- 47,3	- 1.224,4	- 271,7
Junho	+ 152,7	- 226,6	- 73,9
Abril - Junho	+ 284,8	- 1.097,6	- 812,8
Janeiro - Junho	- 488,9	+ 251,7	- 237,3

Fonte: Bacen: Informativo Mensal.

TABELA 12  
 HAVERES FINANCEIROS NA ECONOMIA

Haveres	Saldo em 31-06-84 (Cr\$trilhões)	Variação (%)				
		1984	1983	1982	1981	1980
Haveres monetários	11,4	38,5	93,2	69,8	75,1	70,4
Haveres não-monetários	109,7	81,1	228,0	205,9	145,4	176,8
Dívida Pública Federal*	47,0	85,0	223,6	154,6	264,0	62,8
BCB e BB *	28,7	76,1	421,4	231,9	298,3	78,4
Público *	18,3	100,2	93,0	120,7	250,8	57,5
Poupança	31,8	75,4	221,0	130,2	152,3	88,1
Depósito a Prazo	19,2	101,0	178,9	115,4	144,1	56,0
Dívida Est.e Mun.	4,6	72,7	158,7	150,2	174,5	78,5
Letra de Câmbio	6,9	48,0	161,9	248,9	78,9	45,5
T o t a l	121,0	76,0	186,3	127,5	143,4	68,5
IGP - DI	-	75,6	211,0	99,7	95,2	110,2
Correção Monetária	-	73,1	156,6	97,8	95,6	50,8

Fonte: Bacen.

\* Fonte: Brazil Economic Program, mai. 1984.

TABELA 13

## CADENETA DE POUPANÇA : CAPTAÇÃO LÍQUIDA

(Depósitos - Saques)

(Cr\$bilhões)

Entidade	Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jan/Jun.
SCI independente	34,4	- 6,7	-11,9	-16,6	-35,3	-46,6	-82,7
SCI conglomerado	137,3	69,9	45,3	45,3	-160,6	-303,4	-166,2
APE	0,7	- 1,2	- 2,4	- 0,7	- 7,4	-25,9	-36,9
CEF	51,7	59,5	71,4	87,0	57,1	-89,5	-237,2
CEE	15,8	-15,0	-21,0	-31,0	- 7,2	-62,9	-121,3
Total	202,0	106,4	81,3	84,0	-153,4	-528,3	-208,4

Fonte: BNH

## PUBLICAÇÕES DO IEI EM 1984

## TEXTOS PARA DISCUSSÃO

Nº de páginas

42. ARAUJO JR., José Tavares de. Mercados contestáveis e concorrência Schumpeteriana nas economias de industrialização recente. IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984 (Discussão 42). 42
43. ALMEIDA, Julio Sérgio Gomes de. A crise no mercado paralelo de letras: causas e consequências sobre a reforma financeira de 1964-66. IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984. (Discussão, 43). 24
44. FIORI, José Luís. Por uma economia política do tempo conjuntural. IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984 (Discussão, 44). 67
45. PENA, Maria Valéria J. Operárias e Política Operária (1900-1920). IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984 (Discussão 45). 21
46. ZONINSEIN, Jonas. Capital financeiro, demanda efetiva e causas da crise. IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984 (Discussão 46). 25
47. HOBDA, Mike. The brazilian telecommunications industry: accumulation of microeletronic technology in the manufacturing and services sectors. IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984 (Discussão 47). 69
48. ERBER, Fabio Stefano. The capital goods industry and the dynamics of economic development in LDCs - The case of Brazil. IEI/UFRJ. Rio de Janeiro, 1984 (Discussão 48). 42
49. CASTRO, Antonio Barros de. Ajustamento & adaptação estrutural: a experiência brasileira. IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984 (Discussão 49). 19