

# **POLÍTICA ECONÔMICA**

## **Políticas monetária e fiscal: evitando a hiperinflação?**

*Edison Marques Moreira\**  
*Isabel Noemia Rückert\**

### **Introdução**

A economia brasileira iniciou 1989 com um novo plano de estabilização — Plano Verão —, o qual foi divulgado em meados de janeiro e consistia numa série de medidas de curto prazo, cujo objetivo principal era reduzir a inflação, evitando, assim, a entrada da economia na hiperinflação.

Afora o congelamento de preços e salários, a desvalorização cambial e a criação de uma nova moeda — o cruzado novo —, o Plano alicerçava-se também em medidas de políticas monetária e fiscal restritivas.

A adoção de uma política de juros reais elevados constituiu-se no principal suporte do Plano, pois, para que ele se viabilizasse, era fundamental que se contivesse o consumo, a fim de que não ocorressem pressões de demanda e a formação de estoques, bem como se evitasse a fuga dos investidores dos ativos monetários para os ativos reais, incluindo-se aí os mercados do ouro e do dólar.

Em fins de maio, teve início o processo de descongelamento dos preços. Com a inflação saltando de 9,9% em maio para 24,8% em junho, o Governo viu-se obrigado a voltar a indexar a economia, criando os Bônus do Tesouro Nacional (BTN) fiscal e cambial. Dessa forma, formalizou-se o fim do Plano Verão.

A partir daí, a política econômica restringiu-se praticamente a controlar a liquidez monetária, via a manutenção da política de juros reais elevados e da contenção de gastos correntes.

### **Política monetária**

A política monetária posta em prática com o Plano Verão caracterizou-se pela ênfase no manejo da taxa de juros como instrumento destinado a evitar, na fase de transição para a estabilidade de preços, a formação de estoques especulativos a ponto de comprometer o abastecimento

---

\* Economista da FEE.

do mercado interno. Foram também adotadas outras medidas restritivas, como o contingenciamento do crédito e a elevação da taxa de recolhimento compulsório sobre os depósitos à vista.

A prática de taxas de juros bastante elevadas no início do programa era inevitável, uma vez que se pressupunha que o congelamento só poderia ser bem sucedido caso o consumo fosse contido e inexistissem incentivos à formação de estoques especulativos. Por outro lado, as taxas de juros elevadas seriam um freio à fuga de capitais e à rápida erosão das reservas cambiais do País. Sua trajetória, entretanto, deveria ser declinante, pois sua manutenção em patamares elevados representaria pressões inflacionárias via custos financeiros, bem como resultaria numa forte elevação dos custos da dívida interna.

Durante a vigência do Plano Verão — até fins de maio —, realmente as taxas de juros, embora altas, foram declinantes, exceto em março, conforme se constata na Tabela 1. Entretanto, nesse período, a inflação foi ascendente, e, com isso, o Plano Verão passou a enfrentar uma onda de pessimismo após seu segundo mês de implantação. A desconfiança na consistência do Plano cresceu a partir das indefinições quanto aos rumos das políticas monetária, fiscal e cambial, bem como da estratégia de descongelamento, indicativos, sobretudo, da falta de um plano concreto de política econômica global.

Tabela 1

Evolução da taxa bruta de juros referenciais do "overnight" e da inflação (IPC), mês a mês, no Brasil — 1989

(%)

PERÍODOS	JUROS	IPC
Jan.	22,97	70,28
Fev.	18,95	3,60
Mar.	20,42	6,09
Abr.	11,52	7,31
Maio	11,43	9,94
Jun.	27,29	24,83
Jul.	33,16	28,76
Ago.	35,52	29,34
Set.	38,60	35,95
Out.	47,71	37,62
Nov.	48,61	41,42

Nesse período, os dados referentes ao comportamento dos principais agregados monetários mostraram uma relativa indisciplina dos mesmos em relação à política de combate à inflação.

Tomando-se, por exemplo, a variável base monetária (BM)<sup>1</sup>, constata-se, através da Tabela 2, que as taxas mensais sempre apresentaram um crescimento maior que a inflação. Esse comportamento se explica em boa parte pela constante necessidade do Governo de emitir moeda para cobrir "deficit".

Tabela 2

Variação percentual da base monetária, dos meios de pagamento (moeda e quase-moeda) e da inflação (IPC), mês a mês, no Brasil — 1989

PERÍODOS	BM	M <sub>1</sub> (1)	M <sub>2</sub> (1)	M <sub>3</sub> (1)	M <sub>4</sub> (1)	IPC
Jan.	13,2	17,1	20,0	22,2	18,4	70,28
Fev.	19,6	5,2	21,2	21,8	18,5	3,60
Mar.	17,2	13,8	21,7	21,1	19,9	6,09
Abr.	13,4	37,6	15,4	16,1	15,5	7,31
Mai.	33,6	4,6	3,8	4,6	7,0	9,94
Jun.	15,9	13,9	23,0	17,7	20,1	24,83
Jul.	8,7	10,5	29,4	27,8	26,0	28,76
Ago.	18,2	17,0	35,4	32,8	31,8	29,34
Set.	32,3	35,5	-	-	-	35,95
Out.	29,5	37,2	-	-	-	37,62
Nov.	-	-	-	-	-	41,42

FONTE: CONJUNTURA ECONÔMICA (1989). Rio de Janeiro, FGV, v.43, n.10, out.

CENÁRIOS (1989). São Paulo, Análise, v.3, n.29, dez.

(1) M<sub>1</sub>, M<sub>2</sub>, M<sub>3</sub> e M<sub>4</sub> referem-se a saldo em final de período.

Os meios de pagamento, tomados em seu conceito mais restrito, isto é, M<sub>1</sub>,<sup>2</sup> apresentaram taxas superiores ao índice que mede o nível geral de preços, nos meses de março e abril, quando a inflação foi a mais baixa do período. Esse comportamento, de certa forma, se explica pelo fato de que, nos meses de inflação baixa, após um certo congelamento de preços e expectativas de inflação futura crescente, há uma certa tendência à monetarização da economia pela fuga de dinheiro do mercado especulativo em direção ao mercado real como forma de "hedge".

<sup>1</sup> A base monetária (BM) é a emissão primária de moeda mais as reservas bancárias.

<sup>2</sup> M<sub>1</sub> é igual aos depósitos à vista mais moeda em poder do público.

O M4 — conceito ampliado de meios de pagamento —<sup>3</sup> praticamente se manteve também acima do índice que mede a inflação oficial (IPC), embora registrasse um movimento descendente em abril e maio, em virtude da redução das taxas de juros no "overnight", o que causou certo desestímulo ao direcionamento de recursos para a compra de títulos do Governo e também para a caderneta de poupança, pois essa pagava rendimentos pelo "over" sempre que esse era mais alto que o IPC, conforme a política definida no Plano Verão. Esses dois ativos são os principais componentes desse agregado monetário.

No final de maio, viveu-se literalmente o fim do Plano Verão. Os agentes econômicos pressentiram que tudo, ou quase tudo, estava voltando ao que era antes do Plano. Com inflação, a partir de junho, de dois dígitos, o Governo se viu obrigado, entre outras medidas, a reindexar a economia e os ativos não monetários.

A nova política "feijão-com-arroz" pressupunha que o Governo conduziria a economia, até 15 de março de 1990, com relativo grau de controle, numa tentativa de evitar o aparecimento da hiperinflação.

Nesse contexto, a política de manutenção de taxas de juros reais elevadas assumiu uma importância vital na condução da política econômica, pois as medidas de política fiscal eram, na prática, difíceis de serem implantadas, uma vez que as despesas fiscais se encontravam bastante comprimidas e que substanciais alterações nas receitas tributárias só eram possíveis de um exercício para outro.

Os juros reais elevados deveriam atuar como inibidores do consumo, da acumulação de estoques e dos investimentos em ativos reais em geral.

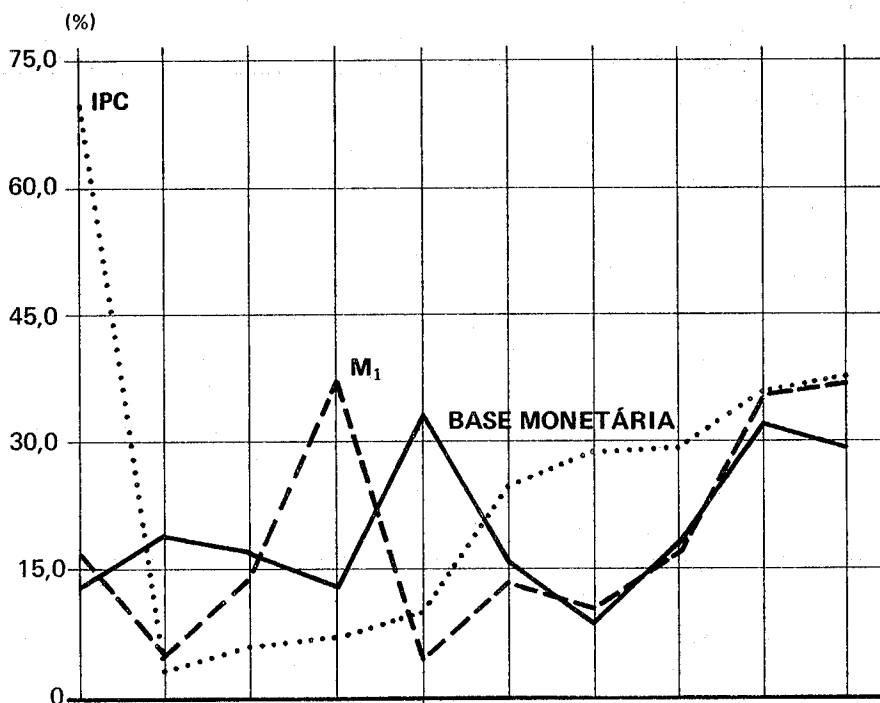
Na condução dessa política, os agregados monetários base monetária e M1 foram submetidos a um relativo controle pelo Governo, o que se traduziu, na maioria dos meses do segundo semestre de 1989, num crescimento aquém da inflação (Gráfico 1), embora as suas expansões tivessem ultrapassado, ao longo do período, as metas trimestrais estabelecidas pelo Governo.

---

<sup>3</sup> M4 é igual a M1 mais títulos federais fora do BACEN, mais depósitos de poupança, mais depósitos a prazo.

## GRÁFICO 1

**VARIAÇÃO PERCENTUAL MENSAL DA BASE MONETÁRIA,  
DOS MEIOS DE PAGAMENTO E DO IPC NO BRASIL – 1989**



FONTE: CONJUNTURA ECONÔMICA (1989). Rio de Janeiro, FGV, v.43, n.10, out.  
CENÁRIOS (1989). São Paulo, Análise, v.3, n.29, dez.

NOTA: 1. A base monetária e o  $M_1$  referem-se a saldos em final de período.

2.  $M_1$  é igual a depósitos à vista nos bancos comerciais e caixas econômicas mais moeda em poder do público.

O  $M_4$  apresentou um crescimento motivado principalmente pelo considerável volume de colocação de títulos do Governo para financiamento do Tesouro Nacional, já que tanto os depósitos a prazo como a poupança — os outros dois integrantes desse conceito ampliado de moeda — perderam posição ao longo do tempo. Os depósitos a prazo, devido ao fato de os investidores terem forte preferência pelo curtíssimo prazo, como uma decorrência das incertezas políticas e econômicas reinantes, além da sele-

tividade desenvolvida pelas instituições financeiras quando da concessão de crédito. A caderneta de poupança, pela fuga de poupadores da caderneta para ativos financeiros mais rentáveis como o "overnight" e os fundos de curto prazo. Outro fator a influenciar foi a perda do poder aquisitivo dos salários, sobretudo para os pequenos poupadores, o que os obrigou a recorrerem à poupança para complementar renda ou para adiantar compras, pagando à vista pela mercadoria, a fim de fugirem dos altos juros do crediário. Aliás, essa política de juros altos foi uma das principais causas que fizeram com que o "over" desbancasse todas as aplicações financeiras no acumulado de janeiro a dezembro, garantindo um juro real histórico de 17,28%.

A maior parte dos títulos colocados pelo Governo o foram através de operações de curtíssimo prazo — "over" —, a ponto de esse mercado carrear para si um volume de moeda significativamente grande — em torno de US\$ 50 bilhões diariamente.

Essa situação de liquidez praticamente conferiu à Letra Financeira do Tesouro (LFT) a condição de moeda, tornando o M4 um indicador mais abrangente para demonstrar a liquidez da economia.<sup>4</sup>

Tabela 3

Rendimentos reais, mensais e acumulado, dos principais ativos financeiros no Brasil — 1989

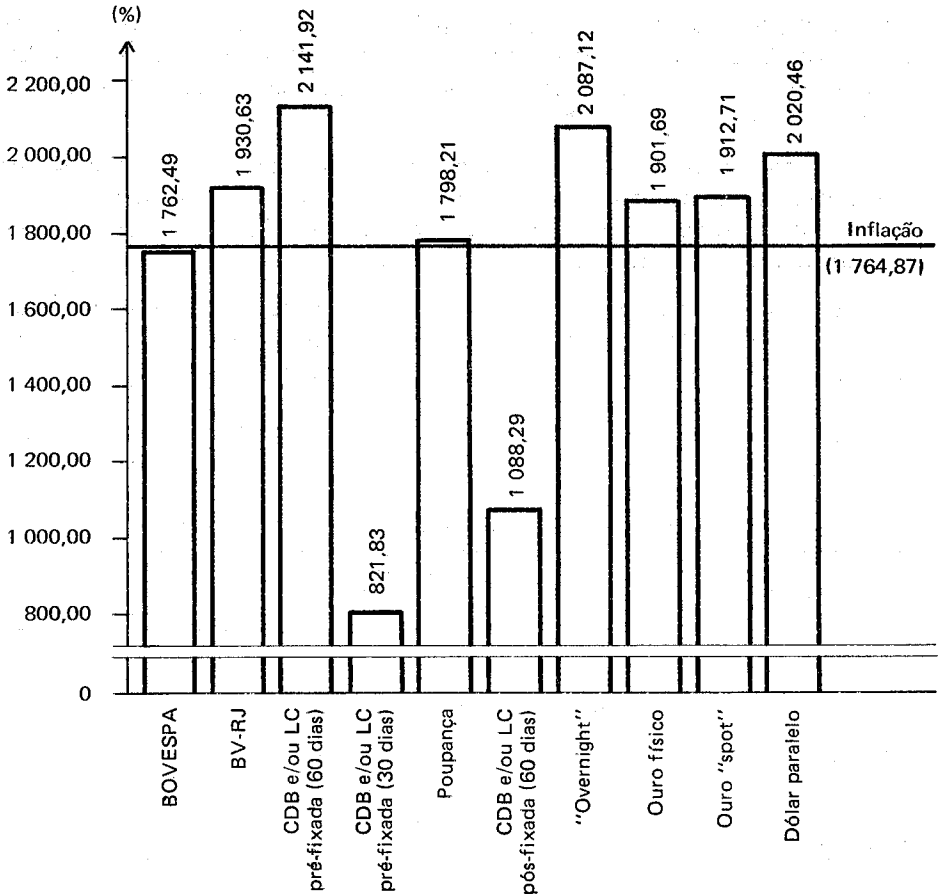
DISCRIMINAÇÃO	GANHOS REAIS MENSAIS												ACUMULADO NO ANO
	Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Maió	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	Nov.	Dez.	
Bolsa de Valores de São Paulo .....	-42,48	48,34	38,06	48,99	-2,25	-53,52	31,64	-4,09	8,48	10,02	-35,74	29,37	-0,13
Bolsa de Valores do Rio de Janeiro .....	-39,66	43,03	31,13	46,67	-3,98	-50,78	29,63	-5,69	8,86	8,88	-25,76	33,94	8,89
CDB e/ou LC pré-fi- xada (60 dias) ..	-41,27	15,74	8,35	5,47	5,66	3,69	5,13	5,06	3,63	5,85	7,78	8,19	20,22
CDB e/ou LC pré-fi- xada (30 dias) ..	-	-	-	-	-	-	4,35	3,25	3,54	5,84	8,06	6,78	-50,57
Poupança .....	-27,78	14,82	13,50	3,92	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	1,79
CDB e/ou LC pós-fi- xada (60 dias) ..	-36,72	-	-	-	-	1,44	2,76	5,15	3,84	4,00	4,59	5,46	-36,28
"Overnight" .....	-27,94	14,82	12,85	3,05	0,52	0,75	2,13	2,99	1,10	4,71	3,18	4,75	17,28
Ouro físico .....	-29,11	3,51	6,37	19,74	12,92	-13,88	-7,69	-10,25	23,28	13,00	-12,81	17,38	7,34
Ouro "spot" .....	-29,88	3,31	5,69	21,14	12,64	-13,46	-7,90	-10,23	23,68	14,11	-13,23	17,90	7,93
Dólar paralelo .....	-24,59	5,18	4,24	18,96	19,00	-14,53	-10,57	-4,38	12,68	15,26	-15,15	22,70	13,71

FONTE: GAZETA MERCANTIL (30.12.89/2.1.90). São Paulo. p.25.

<sup>4</sup> A relação M1/M4 caiu de 70% no início dos anos 70 para 8,19% em setembro de 1989. Esses dados mostram que o M1 é cada vez menos significativo como indicador da liquidez.

## GRÁFICO 2

**RENTABILIDADE NOMINAL ACUMULADA DAS APLICAÇÕES  
FINANCEIRAS NO BRASIL – JAN-DEZ/89**



FONTE: GAZETA MERCANTIL (2/4.12.89). São Paulo. p.23.

A possibilidade de essa massa de recursos – como de resto o mercado financeiro como um todo – deslocar-se para o mercado real foi uma constante preocupação do Governo ao longo do ano, e, para que isso não ocorresse, foi necessário sustentar essa política de juros altos, cuja taxa, por exemplo, no "overnight" propiciou ganhos reais ao investidor, em alguns meses do ano, em torno de 5% ao mês.

Apesar de a aplicação dessa medida ter sido praticamente um dos únicos instrumentos — o outro foi a indexação — que evitou a entrada definitiva da economia na hiperinflação, ao sustar a corrida para os ativos reais e a sua dolarização, criou, entretanto, ao longo do ano, um fenômeno monetário quase inédito — o "efeito riqueza" —, ao fazer com que a LFT funcionasse para todos os efeitos práticos como um depósito à vista remunerado, pagando juros reais elevados. O acréscimo imediato e progressivo de uma massa de juros tornada disponível ao investidor deu-lhe uma sensação de aumento de riqueza real que, aliada à sensação de preço futuro crescente, provocou, em certos momentos, uma pressão sobre o consumo de bens.

Em suma, o Governo, com essa política de juros reais altos, adotou nitidamente a postura de que era preferível arcar com uma carga adicional no "deficit" público do que perder o controle da economia, principalmente nessa fase de transição para uma nova administração, bem como se consagrou uma política monetária ímpar no Brasil, qual seja, a da moeda remunerada, onde o setor privado é eminentemente credor, e o setor público, eminentemente devedor.

## **Política fiscal**

Na área fiscal, as principais mudanças anunciadas em janeiro de 1989 (Plano Verão) foram: redução da folha de pagamentos através de demissões dos servidores que não tivessem estabilidade constitucional, transferência da data de pagamento dos servidores da Administração Direta para o dia 10 do mês seguinte ao trabalhado, corte de vantagens adicionais, extinção de cargos e funções. Todas essas medidas, no entanto, teriam efeito pouco significativo no total das despesas. No caso de demissão de funcionários, haveria uma redução de apenas 5% da folha de pagamentos. Essa decisão gerou muita polêmica, e o Governo acabou não efetuando as demissões apreçadas.

Além disso, seriam efetuados cortes de 55% nas despesas correntes do Orçamento Geral da União, exceto nos Dispêndios de Pessoal, Transferências Constitucionais e Serviço da Dívida, que representam cerca de 70% das despesas, o que significa que esses cortes incidiriam somente sobre a parcela restante (30%).

Foi decidido, também, que o Governo só poderia gastar o que arrecadasse em 1989, ou seja, não poderia emitir títulos para cobrir despesas. A emissão de títulos da dívida pública ficaria restrita ao valor do respectivo principal e dos encargos financeiros dos títulos vencíveis no período. Durante o ano, o Governo limitou os seus gastos à sua arrecada-



dação, sendo que, em junho, ocorreu uma flexibilização dessa proibição, quando o Congresso autorizou a emissão de títulos para o refinanciamento da dívida externa com aval da União e para cobertura de qualquer outro tipo de dívida. Essa regra só foi quebrada no final do ano, quando o Governo solicitou ao Congresso autorização para emitir títulos para cobrir despesas não financeiras, para as quais não existem recursos orçamentários.

Além disso, foram extintas as Obrigações do Tesouro Nacional (OTNs) fiscal e mensal, sendo substituídas pelas LFTs. O Plano, ao terminar com esses títulos, procurou eliminar a indexação da economia. O Governo ganhou ao embutir uma perda aos detentores de OTNs, na medida em que desapareceram 15 dias de rendimento para esses títulos. No entanto a manutenção da política de juros altos rapidamente anulou esse ganho. Com o recrudescimento da inflação, o Governo voltou a indexar a economia, criando, a partir de julho, os BTN's fiscal e cambial. A partir dessa data, as cobranças dos impostos em atraso também passaram a ser efetuadas em BTN fiscal.

A partir do segundo semestre de 1989, o Governo não efetuou mudanças significativas na condução da política fiscal, limitando-se à contração de gastos. No entanto, no final do ano, a situação fiscal sofreu um agravamento com o aumento das despesas. Essas, que vinham sendo controladas, se expandiram, sobretudo os gastos com pessoal. Para o mês de dezembro, estimou-se um dispêndio de NCz\$ 36 bilhões nessa rubrica, dos quais NCz\$ 18,7 bilhões serão cobertos com colocação de títulos públicos, e o restante com a arrecadação de receitas.

## **O "deficit" público**

O "deficit" público operacional, medido pelas necessidades de financiamento do setor público, excluindo as correções monetária e cambial, atingiu, no primeiro semestre de 1989, 0,90% do Produto Interno Bruto (PIB), sendo superior ao registrado no mesmo período de 1988, quando alcançou 0,60% do PIB. O componente mais significativo desse "deficit" advém da demanda por financiamento do Governo Central, que representou 0,58% do PIB.

Depois de ter estimado um "deficit" público operacional para 1989 em torno de 6% do PIB, o Governo, em outubro, lançou novas projeções, que apontaram um "deficit" público de 3,9% do PIB para este ano. Isso ocorreu devido a uma mudança de metodologia no deflator da conta de juros, que, ao invés de utilizar o IPC do mesmo mês para retirar a correção monetária dessa conta, passou a usar o IPC do mês posterior, o qual,

na prática, reflete a alta dos preços mais próximos.<sup>5</sup> Com esse método, chegou-se à projeção de um "deficit" de 3,9% para este ano.

Essa projeção deverá, no entanto, sofrer alteração, uma vez que, no final do ano, os gastos do Governo foram mais elevados, e as taxas de juros reais também subiram, pressionando o resultado do "deficit".

Verificando-se o "deficit" operacional do Governo Central — com dados até outubro de 1989 —, observa-se que ocorreu um "deficit" de 4,67% do PIB, enquanto, no mesmo período de 1988, o mesmo atingiu 1,21% do PIB. Esse aumento significativo em relação ao ano anterior reflete a política de juros reais elevados adotada pelo Governo. Tanto que, excluindo-se o custo dos juros e encargos das dívidas interna e externa, o Governo Central apresentou um "superavit" primário de 0,55% do PIB até outubro de 1989, superior ao resultado atingido no mesmo período do ano anterior, 0,21% do PIB. Somente com os encargos da dívida pública, o Governo Central despendeu NCz\$ 33,30 bilhões, correspondendo a 2,73% do PIB.

## **A execução financeira do Tesouro Nacional**

O resultado da execução financeira do Tesouro de janeiro a setembro de 1989 registrou um "deficit" de NCz\$ 23,6 bilhões (Tabela 4). Esse desempenho expressa o crescimento dos encargos financeiros da dívida mobiliária, que alcançaram NCz\$ 22,0 bilhões, apresentando um aumento real de 164,3% em relação a idêntico período do ano anterior.

Considerando-se apenas o resultado do Orçamento Fiscal, ocorreu um "superavit" de NCz\$ 2,73 bilhões de janeiro a setembro de 1989. A receita disponível bruta atingiu NCz\$ 37,52 bilhões, com um declínio real de 11,4% no período. No entanto as liberações ordinárias caíram em termos reais 32,9%, o que evidencia a contração das despesas ocorridas nesse período. Todavia a margem para contenção de gastos é limitada, já que significativa parcela das receitas estão vinculadas a despesas ou repasses, o que os torna praticamente incompressíveis. Uma das vinculações são as transferências constitucionais para os Fundos de Participação dos Estados e Municípios, as quais somaram NCz\$ 6,6 bilhões, apresentando um crescimento real de 9,2% de janeiro a setembro de 1989, em comparação

---

<sup>5</sup> O IPC — que é o índice oficial de inflação — mede as variações de preços ocorridas entre a segunda quinzena do mês anterior e a primeira do mês de referência. Em períodos de inflação ascendente, a utilização do deflator do mês posterior faz com que a taxa considerada seja maior do que a anterior.

com igual período do ano anterior, devido à elevação de seus percentuais de participação nos impostos federais — Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) e Imposto de Renda (IR) — determinada pela nova Constituição.

Tabela 4

Execução financeira do Tesouro Nacional — jan.-set. 1988/89

DISCRIMINAÇÃO	VALOR NOMINAL		VALOR REAL (1)		Δ% A/B
	Set./89 (NCz\$ 1 000)	Jan.-Set./89 (NCz\$ 1 000) (A)	Jan.-Set./88 (NCz\$ 1 000) (B)		
A - Resultado Orçamentário Fiscal (A.1 + A.2 + A.4)	1 812 316	2 731 201	-3 819 481		-
A.1 - Receita disponível bruta	8 839 001	37 521 086	42 333 922		-11,4
Recolhimento bruto	8 937 715	38 155 740	43 295 917		-11,9
Incentivos fiscais	-98 714	-634 654	-961 995		-34,0
A.2 - Vinculações	-2 295 033	-13 007 196	-13 697 245		-5,0
Transferências Constitucionais (FFM, FPE e IPI)	-1 493 997	-6 638 026	-6 079 578		9,2
Demais transferências a estados e municípios	-39 467	-1 022 683	-2 377 833		-57,0
FINSOCIAL	-47 939	-1 500 219	-2 241 136		-33,1
PIN-PROTERRA	-64 597	-404 483	-509 579		-20,6
Outras vinculações	-649 033	-3 441 785	-2 489 120		38,3
A.3 - Receita disponível líquida (2)	7 231 504	30 400 743	36 054 333		-15,7
A.4 - Liberações ordinárias	-4 731 652	-21 782 689	-32 456 158		-32,9
Pessoal e encargos sociais	-3 160 646	-14 093 383	-15 488 717		-9,0
Serviço das dívidas interna e externa	-212 129	-1 759 139	-3 861 463		-54,4
Outras despesas	-1 358 877	-5 930 167	-13 105 978		-54,8
B - Resultado do Orçamento de Crédito (B.1 + B.2)	-662 518	-1 060 698	-3 279 856		-67,7
B.1 - Receitas próprias	1 449 669	7 111 473	11 893 755		-40,2
B.2 - Despesas	-2 112 187	-8 172 161	-15 173 611		-46,1
Trigo	-667 443	-1 634 449	-2 359 201		-30,7
Aquisições do Governo Federal (AGF) (inclui café)	-217 988	-802 490	-1 731 952		-53,7
Empréstimos do Governo Federal (EGF)	-200 000	-1 457 245	-2 617 723		-44,3
Estoques reguladores	-25 829	-224 496	-213 835		5,0
Financiamento da comercialização de produtos agroindustriais (açúcar)	-1 785	-21 751	-298 324		-92,7
Investimentos agropecuários	-56 018	-353 708	-485 049		-27,1
Custeio agrícola	-496 405	-1 293 069	-2 808 677		-54,0
Custeio pecuário	-16 000	-92 400	-178 739		-48,3
Saneamento financeiro dos estados e municípios	0	0	-2 215 131		-
FINEX	-198 030	-912 797	-1 566 501		-41,7
Refinanciamento da dívida para micro, pequenas e médias empresas	0	0	-17 622		-
Financiamentos industriais	-4 923	-121 670	-480 805		-74,7
Programas de desenvolvimento a cargo do BNDES	-104 316	-775 769	0		-
Programa de financiamento ao setor produtivo	-113 500	-482 317	-200 011		141,1
C - Resultado da execução financeira (A + B)	1 149 798	1 670 513	7 099 337		-
D - Ajustes de caixa	830 100	1 017 450	2 407 771		-59,1
Restos a pagar em 1988 - Orçamento Fiscal	-7 777	-402 174	-1 315 777		-69,4
Restos a pagar em 1988 - Orçamento de Crédito	-5 414	-395 829	0		-
Retornos do PIN-PROTERRA	105 513	134 473	554 171		-75,7
Variação das contas de suprimento	737 778	1 680 988	3 249 376		-48,3
E - Resultado da dívida mobiliária Federal	638 079	3 453 590	24 934 816		-86,1
E.1 - Emissões pelo valor líquido (3)	40 421 034	139 647 976	99 321 934		40,0
E.2 - Resgates	-30 936 398	-114 140 276	-66 043 265		72,8
E.3 - Encargos da dívida mobiliária federal	-8 846 557	-22 054 122	-8 343 853		164,3
E.4 - Receitas e ágios recebidos	0	13	0		-
F - Antecipação da receita orçamentária	0	2 056 464	0		-
F.1 - Refinanciamento da dívida externa (aval do Tesouro Nacional)	-900 000	-4 283 464	-9 963 023		-57,0
G - Resultado do Banco Central	654 126	6 154 126	0		-
H - Resultado de Caixa do Tesouro (C + D + E + F.1 + G)	2 372 103	8 012 224	10 360 227		-22,7
I - Resultado do Tesouro (C + D + E.3 + F.1)	-7 766 659	-23 649 615	-22 918 443		3,2

FONTE: Secretaria do Tesouro Nacional.

NOTA: 1. Dados preliminares.

2. Os valores positivos indicam disponibilidade de caixa do Tesouro, e os negativos decréscimos.

(1) Inflacionado pelo INPC médio. (2) Inclui receita disponível bruta, transferências constitucionais e programas de financiamentos ao setor produtivo. (3) Emissões brutas descontadas os deságios concedidos.

O item Pessoal atingiu um montante de NCz\$ 14,0 bilhões de janeiro a setembro de 1989, representando 46,4% da receita disponível líquida, tendo declinado 9% reais, comparando-se com idêntico período do ano anterior.

No que se refere à composição das receitas, verifica-se que aquelas de origem fiscal representaram 84% do total, enquanto as receitas próprias do orçamento de empréstimos foram responsáveis por 16%.

Com relação às receitas de tributos, houve uma queda real de 4,81% de janeiro a agosto de 1989 — último dado disponível —, em comparação com o mesmo período do ano anterior. Apesar do esforço de fiscalização, da redução dos prazos de recolhimento dos impostos e da sua cobrança em BTN fiscal, que permitiram uma certa melhora no comportamento da arrecadação dos últimos meses, esse resultado não se refletiu no acumulado do ano.

Os principais impostos a cargo da União apresentaram queda real. Enquanto o IR caiu 15,0% (medido pelo IGP-DI), o IPI declinou 1,5% em termos reais, no período.

A arrecadação de 1989, segundo estimativas preliminares, deverá ficar cerca de 7,5% reais abaixo do resultado de 1988. Esse desempenho não será mais grave devido à elevação da estimativa do PIB de 1% para 3%, o que deverá refletir-se num aumento da receita tributária.

No que diz respeito à dívida pública, em fins de outubro de 1989, a mesma atingiu o montante de NCz\$ 632 bilhões. Esse estoque é considerado pequeno em relação ao PIB (cerca de 17%), se comparado com outros países. No entanto o que mais preocupa não é o tamanho dessa dívida, mas o seu refinanciamento efetuado diariamente através de operações no "over". As operações com LFTs movimentam cerca de US\$ 50 bilhões ao dia, representando um percentual elevado da poupança financeira. Esse problemático perfil da dívida mobiliária e sua forma de rolagem restringem a condução da política econômica. Além do que, a capacidade do mercado em absorver as LFTs torna-se cada vez mais reduzida e a um custo mais elevado.

O Tesouro Nacional programou para dezembro de 1989 a colocação de NCz\$ 84 bilhões em títulos federais, dos quais NCz\$ 64 bilhões serão utilizados para o pagamento de encargos e rolagem da dívida mobiliária interna, e o restante para cobrir dispêndios não financeiros.

Afora isso, o Governo autorizou o uso de papéis do Tesouro a serem emitidos em 1990 para quitar débitos de dezembro de 1989. Com essa decisão, o Governo transferiu para o próximo ano pagamentos que dependem de emissão. Essas despesas que foram postergadas sob a rubrica Restos a pagar devem ser quitadas no início de 1990. Esse montante poderá chegar a NCz\$ 104 bilhões.

O aumento das taxas de juros reais para evitar a especulação com ativos reais e viabilizar a colocação de maior volume de títulos públicos, tendo em vista o crescimento das despesas orçamentárias acima do crescimento da arrecadação, resultará num agravamento das finanças públicas neste final de ano.

## **Conclusões e perspectivas**

O Governo, ao longo de 1989, teve como objetivo principal não deixar a economia atingir um estado de hiperinflação. Para isso, pautou a sua política econômica principalmente na elevação das taxas de juros reais.

Ao se chegar ao final do ano, observa-se que, embora a inflação tenha atingido o patamar de 50% ao mês, houve algum êxito na condução dessa política, na medida em que a economia não perdeu o que se pode chamar de "capital organizacional" e nem se instalou uma crise de confiança nos ativos financeiros, fatores que, entre outros, são sintomas clássicos da hiperinflação.

Entretanto as conseqüências dessa política são preocupantes, pois o serviço da dívida interna elevou-se substancialmente, refletindo-se num aumento do "deficit" público, e os recursos monetários concentraram-se no curtíssimo prazo, representando uma liquidez quase imediata, que pode ser transferida rapidamente para ativos reais se ocorrer perda de confiança dos agentes econômicos na política do Governo.

Posta essa situação, as perspectivas para 1990 passam por uma definição do programa de estabilização econômica do novo Governo. Dentre as questões a serem enfrentadas, encontra-se a dívida pública mobiliária, que deverá passar por um processo de negociação para alongamento do seu perfil. Para as finanças públicas, serão necessários um ajuste fiscal que incremente a poupança do setor público, através da eliminação de incentivos e subsídios e aumento real de preços e tarifas públicas, e uma maior fiscalização da sonegação.

Até 15 de março de 1990 — data da posse do novo Presidente —, a previsão é a de que a economia sofrerá fortes pressões de expectativas, tendo em vista a falta de um referencial que balize o seu futuro curso. A incerteza provavelmente será a única certeza dos agentes econômicos.