

Estadística Económica



1290000780



IE

TCC/UNICAMP G116d

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA
CE 851 - MONOGRAFIA II

DECISÕES DE PORTFÓLIO EM PLANOS DE
ESTABILIZAÇÃO ECONÔMICOS HETERODOXOS

AMARO GADBEM



Monografia de graduação
realizada sob orientação do Prof.
Fernando Nogueira da Costa, tendo
como banca a Prof. Maria Alejandra
C. Madi.

CAMPINAS, NOVEMBRO DE 1992 /

TCC/UNICAMP
G116d
IE/780

CEDOC/IE

DECISÕES DE PORTFOLIO
EM PLANOS DE ESTABILIZAÇÃO
ECONOMICOS HETERODOXOS

INDICE

1. APRESENTAÇÃO	02
2. CAP.1 - O PLANO CRUZADO	05
3. CAP.2 - O PLANO BRESSER	14
4. CAP.3 - O PLANO VERAD	25
5. CAP.4 - O PLANO COLLOR	37
6. CAP.5 - CONCLUSÕES	51
7. TABELAS	55
8. REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS	69

APRESENTAÇÃO

Os planos de estabilização econômicos heterodoxos, adotados no Brasil entre 1986 e 1990, continham medidas que influenciaram a composição das carteiras de ativos dos agentes econômicos. Essa monografia busca analisar as decisões de portfólio destes agentes no contexto dos planos de estabilização heterodoxos adotados pelo governo no período - Planos Cruzado, Bresser, Verão e Collor -, verificando se as medidas tomadas pelos agentes foram sistemáticas e permitiram antecipações as medidas tomadas pelo governo.

Foram analisados os elementos aleatórios (inesperados) e os elementos estruturais (esperados). Os primeiros provocam efeitos reais (têm " efeito- produção " - afetam emprego, renda e estoques), enquanto que os segundos elementos permitem antecipações dos agentes (" efeito- preço ").

Cada capítulo apresentará os contextos dos dias " D " (decisivos) de lançamento dos Planos e das medidas mais gerais que afetaram o comportamento dos agentes econômicos em relação à alteração da seleção de suas carteiras de ativos, incluindo as decisões em aplicar em diferentes ativos - fixos, circulantes, financeiros e monetários. Portanto, foram focalizadas as decisões de investimento, de produção, de aplicação e de formação de estoques. O período a ser analisado para cada plano será do mês anterior ao anúncio do respectivo ao segundo mês posterior ao anúncio.

No desenvolvimento dos capítulos será testada a hipótese da separação das decisões relativas à composição dos portfólios dos agentes econômicos em decisões ex-ante e decisões ex-post ao lançamento dos planos. As medidas ex-ante serão caracterizadas como sendo preventivas com forte caráter precaucional - um "comportamento defensivo especulativo" -, se manifestando em corrida aos ativos de risco (dólar paralelo, ouro e ações) e remarcações de preços. Já as medidas ex-post são de caráter mais especulativo : os agentes aproveitam-se das taxas de juros reais positivas praticadas no overnight logo após o lançamento do plano. Ao prever vida curta para essa política de juros altos, devido à elevação da dívida pública e o risco de insolvabilidade desta, os agentes abandonam parcialmente o overnight e buscam ativos reais (formação de estoques, antecipação do consumo, imóveis, linhas telefônicas, etc.) e ativos de risco. A pequena dimensão do mercado destes últimos ativos (aproximadamente 0,01% do tamanho do giro diário do overnight), transforma esse aumento de demanda numa explosão de suas cotações e indica que a fuga do mercado financeiro formal é autolimitada.

O comportamento especulativo é usado no sentido de busca de posições patrimoniais que antecipem o comportamento geral posterior, que eleva as cotações e, consequentemente, a rentabilidade. Segundo Costa (1989 ; 5), " o especulador dedica-se a prever mudanças de curto prazo com antecedência em relação ao público em geral. Nas palavras de Keynes (1983 ; 114), o especulador "emprega a inteligência em antecipar o que a

opinião geral espera que seja a opinião geral ". O comportamento defensivo é utilizado no sentido do agente tentar se prover da maior liquidez possível, para facilitar uma mudança na composição de seu portfólio quando espera mudanças na condução da política econômica.

CAP. 1 - O PLANO CRUZADO

1. Introdução

No dia 28 de fevereiro de 1986, o Plano Cruzado foi anunciado pelo presidente José Sarney em cadeia nacional de rádio e televisão. Seus principais pontos foram : congelamento no varejo de todos os preços da economia aos níveis vigentes em 27 de fevereiro ; criação de uma nova moeda, o cruzado, valendo 1.000 cruzeiros ; extinção de todos os mecanismos de indexação da economia, com exceção dos salários (congelados pela média real dos seis meses anteriores acrescidos de um abono de 8%) que teriam reajustes automáticos (gatilhos) sempre que a inflação atingisse 20% ; fixação, sem congelamento, da taxa de câmbio. As taxas de juros ficaram fora do congelamento, sob o argumento de que a sua manipulação seria fundamental para controlar movimentos especulativos com ativos reais.

Foram implementadas mudanças no funcionamento do mercado financeiro. As cadernetas de poupança passaram a ter prazo de carência trimestral e rendimentos de 1,5% de juros no trimestre mais correção monetária, isentos de imposto de renda. Quanto aos CDBs e letras de câmbio, o prazo mínimo de emissão passou a ser de sessenta dias e a tributação passou a ser de 35% de IR na fonte sobre a diferença entre o valor de emissão e o de resgate. O overnight passou a ter seus rendimentos tributados na fonte, a uma alíquota de 45%.

2. O período pré- plano

Em meados de janeiro de 1986, as expectativas de inflação em alta e queda na rentabilidade líquida dos ativos financeiros devido ao aumento da carga tributária, empurraram para cima os juros dos CDBs e das letras de câmbio. Apesar da elevação dos juros, o mercado de títulos privados estava praticamente parado, com os investidores esperando novas altas nas taxas de juros e receosos de manterem seu dinheiro aplicado por seis meses, pois corriam boatos de uma provável desindexação caso a inflação fugisse do controle do governo.

Em fevereiro tornaram-se fortes os boatos sobre a iminência de um novo pacote para combater a inflação. Alguns esperavam que o governo se baseasse nos pacotes heterodoxos adotados pela Argentina e Israel, que estavam tendo relativo sucesso. Estes boatos, acrescidos a outros sobre a saúde financeira de algumas instituições financeiras e sobre mudanças na tributação das aplicações, fizeram com que o público e as empresas dirigissem seus recursos ao overnight (lastreado em títulos do governo), a estoques (pessoas jurídicas), ao consumo (pessoas físicas) e as cadernetas de poupança.

O pacote tributário editado em dezembro de 1985 não foi suficiente para acabar com o hábito das empresas utilizarem o overnight como o instrumento ideal para absorver as sobras de caixa. Embora as operações de curtíssimo prazo (inferiores a 16 dias) fossem tributadas na fonte a uma alíquota de 10% sobre o total dos rendimentos (correção

monetária mais juros), muitas empresas continuavam ativas neste mercado.

O movimento mais expressivo nos agregados financeiros nos dois primeiros meses do ano foi o aumento da participação percentual das cadernetas de poupança em janeiro (Tabela II) que correspondeu a um aumento real em seus saldos de 3,08% no montante aplicado em relação a dezembro de 1985 (Tabela I). Os títulos da dívida pública em poder do público e os depósitos a prazo fixo (CDBs) mantiveram estáveis as suas participações percentuais (Tabela II), com queda de 10% reais nos saldos dos primeiros entre dezembro de 1985 e fevereiro de 1986 e queda de 4% reais nos saldos dos segundos para o mesmo período (Tabela I). Quanto aos mercados de risco, o ouro apresentou alta valorização real nos dois primeiros meses do ano, enquanto o dólar paralelo e as Bolsas tiveram rendimento real positivo somente no mês de fevereiro (Tabela III).

Pode-se definir um padrão de comportamento das empresas anteriormente ao Plano Cruzado. Por um lado, a possibilidade de desvalorização do fluxo de rendimentos frente à elevação da inflação gerava um comportamento defensivo, expresso pela contínua remarcação de preços na tentativa de manter a renda real das empresas. Por outro lado, a incerteza sobre o futuro levava à busca de valorização dos lucros no mercado financeiro, em detrimento da valorização na esfera produtiva que embute um elevado risco. Assim, segundo Carneiro (1987 : 04) " esta era uma estratégia defensiva face a

possibilidade de mudança brusca na política econômica, que poderia ser provocada por uma perda de controle da inflação".

Portanto, o comportamento observado mesmo antes do Plano Cruzado (primeiro plano de estabilização heterodoxo implantado no país) é parecido com a hipótese do comportamento defensivo-especulativo. Conforme vimos, isso pode ser comprovado pela valorização dos ativos de risco (ouro e dólar) e pelas remarcações de preços das empresas. Porém, essa semelhança se deve a outras razões que não as aventadas pela hipótese. A remarcação de preços era uma prática normal das empresas diante da aceleração inflacionária, numa tentativa de manter sua renda real. A valorização dos ativos de risco deveu-se sim a expectativas quanto à decretação de um plano de combate à inflação. Entretanto, não podemos dizer que os agentes agiram de modo a antecipar a ação do governo, uma vez que pelo caráter inédito do Cruzado, os agentes foram surpreendidos, não havendo mecanismos de aprendizado anteriores que justificassem suas estratégias conforme o sentido de nossa hipótese.

3. O comportamento dos agentes pós-plano

O Plano Cruzado apoiou-se em dois pilares : a desindexação e o controle de preços. Com isso, objetivava " interferir tanto nos processos de valorização da riqueza acumulada - ativos financeiros - através da supressão da correção monetária ou desindexação, quanto nos processos de valorização dos ativos de capital, através do controle de preços"

(Carneiro, 1987 : 06).

Um dos resultados imediatos do plano foi estancar a prática de compensar com ganhos financeiros os resultados operacionais nem sempre favoráveis, através das aplicações no open market. Com o término da correção monetária dos títulos públicos federais, num contexto de queda da taxa de juros real, as aplicações no open passaram a ter uma baixa remuneração líquida mensal, inferiores a 1% (Tabela III). Com isso, vedou-se a possibilidade de obtenção de lucros financeiros nos moldes anteriormente existentes - através das aplicações no open market.

Um segundo efeito sobre as empresas pode ser percebido na mudança quanto ao dimensionamento dos estoques. Conforme observa Gontijo (1987 : 129), " com a aceleração do processo inflacionário, havia se generalizado a prática do superdimensionamento de estoques, como forma de defender-se e mesmo de ganhar com a elevação dos preços ". Esse superdimensionamento podia ser percebido tanto a nível de insumos quanto de produtos elaborados. Esta forma de especulação também foi revertida com o plano, na medida em que passou a representar uma forma não lucrativa de imobilização de recursos com a drástica redução da inflação.

A nível de organização das empresas, um dos resultados mais importantes foi, segundo Gontijo (1987 : 130) " fazer com que o setor operacional da empresa recupere sua primazia, que, no Brasil, estava em mãos da administração financeira". De fato, como já sinalizava o pacote tributário de

dezembro de 1985, as aplicações financeiras tinham retorno duvidoso. Com a reforma do Cruzado, arrefeceu-se o jogo financeiro, graças ao congelamento da correção monetária e dos preços, e a orientação das empresas passou a ser investir na produção. Passou-se a trabalhar a administração do fluxo de caixa com o ideal de caixa zero para evitar sobras que não teriam ganhos reais em aplicações no mercado financeiro. Conclui-se, assim, que o Cruzado produziu **efeitos reais** na economia, uma vez que, por ser o primeiro choque heterodoxo, não permitiu antecipações dos agentes econômicos.

Outro aspecto central do programa de estabilização foi a **remonetização** da economia, que consistiu na substituição de aplicações financeiras de curto prazo, que eram realizadas para preservar o poder de compra da moeda, pela nova moeda. Com a eliminação da indexação generalizada e a extinção das taxas elevadas de inflação, o país passou a conviver com a remonetização da economia. Os agentes perceberam que não havia mais necessidade de proteger seus encaixes de reservas aplicando-os no curtíssimo prazo. A remonetização adquiriu a forma de substituição de títulos públicos de curto prazo, que lastreavam as operações de overnight, por moeda e depósitos à vista. A nova remuneração do open market mal cobria o trabalho ou o custo de se manter saldos aplicados naquele mercado.

Por força da remonetização, de fevereiro para março os haveres monetários (papel moeda em poder do público mais depósitos à vista) tiveram sua participação no total de haveres financeiros em poder do público aumentada de 11,09% para 17,95%.e

em junho, para 26,48% (Tabela II). Isso significou um aumento real dos haveres monetários de 83% em março e de 187% no período de fevereiro a junho (Tabela I). Em contrapartida, os haveres não monetários em poder do público tiveram sua participação reduzida de 88,91% em fevereiro para 73,52% em junho (Tabela II), porém, em termos reais, ficou praticamente estagnada no mesmo período (Tabela I). Segundo Costa (1987 : 162) " os aplicadores, habituados à remuneração nominal das aplicações financeiras acima de 10% ao mês (a maior parte apenas corrigindo a inflação), decepcionaram-se ao ver os rendimentos dos títulos privados e das cadernetas de poupança caírem para menos de 1%, além de perderem liquidez". Evidencia disto é a queda real de 9% nos depósitos de poupança entre fevereiro e maio e a queda real de quase 10% dos depósitos a prazo fixo entre fevereiro e junho (Tabela I), além de perderem espaço dentro dos haveres não monetários em poder do público.

Para os pequenos investidores, que concentravam suas aplicações na poupança, com a inflação baixa " fica mais fácil constatar a impossibilidade efetiva de 'viver de renda' e que essa estratégia pode levar rapidamente à dilapidação do patrimônio, antes até do próprio horizonte de vida " (Azzoni, 1986 : 19). Isso é efeito do fenômeno da ilusão monetária, que segundo Azzoni (1986 : 18)"é uma expressão utilizada nos livros de macroeconomia para indicar uma situação em que os agentes econômicos tomam suas decisões com base nos valores nominais, ou de face, desprezando seus valores reais ".

Para os críticos do Cruzado, deveria ter-se adotado

uma política monetária restritiva desde o seu início, de modo a inibir o ritmo excessivamente acelerado de troca da quase-moeda por moeda e também a troca de ativos financeiros por moeda (que acabou produzindo um poder de compra adicional na economia). Na verdade, a alta da taxa de juros deveria ocorrer não para conter o excesso de demanda, mas sim para " conter a desintermediação financeira, ou seja, a fuga dos ativos financeiros para ativos reais especulativos e/ou mercados de risco, o que dificultava a administração da dívida pública" (Costa , 1987 ; 165).

De fato, as grandes estrelas do mercado financeiro pós-Cruzado foram as aplicações de risco. A Bolsa de Valores apresentou um desempenho memorável nos dois primeiros meses pós-plano (ver Tabela III). A dupla " verde-amarela " apresentou rendimentos reais positivos nos cinco primeiros meses após o plano para o ouro e nos três primeiros meses para o dólar paralelo (Tabela III). A principal explicação para este excelente desempenho das aplicações de risco foi a falta de alternativas de lucros rápidos nas aplicações " ortodoxas " do mercado financeiro. A manutenção de taxas de juros muito baixas nos primeiros meses depois do plano também constituiu um estímulo para os mercados de risco, para o aumento de consumo e para o aumento da demanda por imóveis.

Ao mesmo tempo que o Plano Cruzado não permitiu antecipações dos agentes econômicos e causou efeitos reais na economia, a indução aos ativos reais deveu-se aos baixos níveis de taxa de juros, ao contrário dos planos de estabilização heterodoxos posteriores que adotaram políticas monetárias ativas

e mesmo assim ocorreu uma especulação com ativos reais. Não podemos falar em especulação no sentido de buscar antecipar posições futuras, pois a alta da demanda por ativos reais ocorreu muito mais pela falta de atrativos no mercado financeiro. Soma-se a isto, o fato de que a alta credibilidade do plano junto à população permitiu que o congelamento se estendesse por um período de tempo mais longo do que a nossa análise, não havendo especulação com estoques nos primeiros meses pós-plano. Isso ocorreu somente no segundo semestre, quando a prática da cobrança de ágios estava generalizada e as expectativas quanto ao descongelamento se acirraram.

Portanto, o comportamento especulativo dos agentes nos primeiros meses pós-plano, caracterizado pela procura de ativos risco e formação de estoques à espera do descongelamento, não se caracteriza nos moldes da hipótese proposta, no caso do Plano Cruzado.

CAP. 2 - O P L A N O B R E S S E R

1. Introdução

O Plano Bresser foi anunciado dia 12 de junho de 1987. Sensíveis às críticas da política monetária passiva adotada no Plano Cruzado, os economistas "inercialistas" adotaram no Plano Bresser uma combinação de congelamento de preços com política monetária ativa. Ao contrário do Cruzado, quando os preços estavam completamente desalinhados, as medidas de congelamento - com prazo máximo de noventa dias - foram precedidas de atualização das tarifas públicas e de uma onda de remarcação dos preços industriais. O câmbio recebeu um "empurrão" de 9,5% e continuaram as medidas de desvalorizações diárias. O congelamento de salários ocorreu num momento em que o salário real estava baixo, e o gatilho foi cortado. Desta vez a população recebeu com frieza as novas medidas, não dando credibilidade ao congelamento, e com muitas reticências quanto ao fim do gatilho.

A nova equipe econômica apontava pelo menos três razões para a adoção de uma política de taxas de juros reais positivas. A primeira diz respeito à tentativa de inviabilizar a possibilidade de especulação com ativos reais. Tratava-se de evitar que as empresas se sentissem tentadas a reter produtos ou aumentar seus estoques. A segunda se refere às expectativas de queda tanto no saldo das cadernetas de poupança quanto nos

investimentos no overnight. As taxas mensais muito baixas de inflação enfraquecem o principal argumento mercadológico desses mercados, que é a proteção anti-inflacionária. No caso da poupança, trabalhava-se ainda com a hipótese de grandes retiradas por parte da classe média, em favor da manutenção de seu poder de compra. O Banco Central acreditava que tal tendência se poderia ser revertida com uma remuneração muito atraente nos ativos financeiros. Uma terceira razão era a necessidade de manter juros altos para atrair investidores para a compra de títulos da dívida pública que financiavam o déficit do Tesouro.

2. O período pré-plano

Em dezembro de 1986, com o recrudescimento da inflação, iniciou-se uma fase de **desmonetização** da economia, encerrada no final de maio de 1987, quando os saldos dos haveres monetários em termos reais tinham voltado a uma posição quase idêntica à situação pré-Plano Cruzado (Tabela IV). Essa desmonetização favoreceu o carregamento e a rolagem da dívida pública mobiliária, pois os agentes substituíram depósitos à vista por aplicações no overnight, buscando manter o poder de compra diante da alta da inflação.

No começo de maio de 1987, a inflação acelerada e a necessidade do governo de manter o overnight em LBC no mesmo nível do índice de inflação - na medida em que a variação da LBC era um indexador de ativos financeiros e contratos - vinha aumentando a concentração de recursos no mercado aberto.

"Sobrava" dinheiro no overnight , mas faltava em outros segmentos do mercado. Para os grandes investidores, o over ainda era a melhor opção, enquanto os pequenos e médios corriam para a poupança, que tinha prazo de apenas 30 dias de resgate.

Na segunda quinzena de maio, apesar de nenhuma medida econômica ter sido tomada, além do controle de preços, o mercado acreditava em congelamento e numa possível modificação na remuneração das LBCs - o que se comentava era que esses papéis poderiam passar a remunerar apenas 80% da inflação. Com isso, os mercados de risco começaram a apresentar rentabilidade real positiva, tendo o ouro e o dólar paralelo apresentado grandes valorizações e as Bolsas esboçado leve tendência de recuperação.

Na situação de descontrole em que se encontrava o país, com uma tendência de hiperinflação cada vez mais forte, um início de recessão já delineado, aumentando dia a dia o índice de inadimplência das empresas, e sem nenhuma definição concreta da política econômica, os detentores do capital passaram a ter uma postura conservadora, trocando de ativos com o objetivo primordial de segurança e colocando em segundo plano a rentabilidade.

Alia-se a esse comportamento o clima propício a boatarias (que não paravam de circular) e encontramos a explicação para a convergência de capitais para a aquisição de ativos de renda variável, que não pagam juros (ouro, dólar, imóveis, ações, etc.). De fato, observando a Tabela IV, vemos que todos os haveres financeiros, monetários e não monetários, tiveram seus saldos reais decrescentes em maio, com exceção dos títulos

da dívida pública em poder do público (crescimento real de 9%). Esse crescimento foi suficiente para compensar a queda dos demais haveres monetários, de modo que não podemos dizer que a especulação nos mercados de risco se deu em detrimento do mercado financeiro (os haveres não monetários cresceram 2,25% reais).

No fim de maio, verificou-se que o sistema bancário estava alterando o perfil de suas aplicações. Os recursos captados junto ao público - com a venda de CDBs ou por depósitos à vista - estavam sendo redirecionados do crédito para outros tipos de operação, especialmente o financiamento de títulos públicos federais e estaduais. Os investidores preferiam aplicar seus recursos por um dia comprando papéis do Banco Central, que achavam ser a única instituição imune à possibilidade de iliquidez. Os recursos que circulavam pelo mercado financeiro percorriam, predominantemente, dois caminhos: em direção ao overnight em títulos do Banco Central ou às cadernetas de poupança.

No começo de junho, permaneceu a preferência pela liquidez privilegiando o overnight. Havia pelo menos duas razões para que as aplicações ficassem concentradas no over: primeiro porque as taxas diárias deveriam elevar-se para ajustarem-se à inflação de maio e segundo porque ainda não estava definida a mudança de indexador para o mercado financeiro (no dia 14 de junho venceria o prazo de validade da regra segundo a qual o indexador dos ativos financeiros e dos contratos civis era a LBC).

Os bancos preocupavam-se com a fuga dos investidores do mercado de títulos privados, que levavam-os a buscar as linhas de redesconto do Banco Central. Os investidores estavam trocando os CDBs pelo overnight para garantir liquidez ao seu dinheiro e também devido às taxas não muito atraentes dos títulos bancários, que corriam o risco de perder para a inflação. Essa tendência foi agravada pela desconfiança em relação às instituições, já que o Banco Central interveio em algumas que estavam com problemas de liquidez.

Na primeira semana de junho a "dobradinha verde e amarelo" (ouro e dólar paralelo) voltou com força total, com o aumento dos boatos sobre intervenções do Banco Central em instituições financeiras e com o crescimento do interesse pelo metal como reserva de valor para fazer face às incertezas da economia. A alta nos dois mercados foi de mais de 10% na semana. O dólar paralelo não subiu ainda mais devido à abundância de oferta provocada por dois movimentos. Um foi a transferência de contas do exterior (repatriamento de capitais) para que os recursos fossem aplicados no mercado financeiro, onde a remuneração estava alta. Outro foi a entrada de dólares via contrabando de grãos, especialmente soja, para o Paraguai.

Na semana do anúncio do Plano Bresser, o ouro e o dólar paralelo valorizaram mais de 20%, refletindo as expectativas exacerbadas. Esses movimentos estão de acordo com a hipótese de comportamento defensivo-especulativo dos agentes ex-ante aos planos heterodoxos. Esse comportamento foi reforçado pelo aprendizado adquirido pelo advento do Cruzado e expressou-se

em antecipações dos agentes, tanto na corrida aos ativos de risco (ouro e dólar) quanto no movimento generalizado de remarcações de preços (desta vez de caráter essencialmente defensivo) por parte das empresas devido às expectativas de novo congelamento. Ou seja, os agentes procuraram defender seus níveis de renda utilizando-se do aprendizado adquirido pelo plano anterior.

3.0 comportamento dos agentes pós-plano

Apos o anuncio do plano (12 de junho), a expectativa do mercado (ao contrario do Cruzado) era de que a inflação não seria zerada. A manutenção dos juros em níveis reais positivos seria o elemento principal para evitar o processo de transferência de recursos financeiros para outros ativos, como tinha ocorrido no Cruzado.

A manutenção da correção monetária dos principais ativos financeiros pela variação da LBC e/ou INPC deixaram o overnight, os CDBs pos-fixados e a caderneta de poupança em situação privilegiada. A manutenção de taxas nominais altas nos primeiros dias apos o plano reforçou a intenção declarada das autoridades de evitar uma monetização rápida da economia, no que foi bem sucedido (Tabela IV).

Diferente do que ocorreu logo após a edição do Cruzado, as cadernetas passaram a primeira semana do novo periodo depois do dia 12 de junho mantendo a entrada liquida de recursos. Os saldos aplicados na poupança praticamente mantiveram-se

estáveis entre maio e junho, e em julho aumentaram pouco mais de 8% reais (Tabela IV).

A queda da taxa nominal do overnight não afugentou os investidores desse mercado. Os grandes bancos confirmaram na época que as empresas continuavam mantendo seu dinheiro no over e resistiam a comprar CDBs por sessenta dias, principalmente naquele momento de transição e com os juros reais sem patamar definido. Os saldos dos depósitos a prazo registraram uma queda de 16% reais em junho e durante o resto do ano mantiveram-se em níveis inferiores aos vigentes antes do plano (Tabela IV).

Os bens reais tiveram suas possibilidades de valorização no curto prazo bastante reduzidas em razão do corte no poder de compra da classe média. As Bolsas de Valores tiveram uma semana de glória após o anúncio do plano, fechando a semana com alta de 35,5% em São Paulo e 38,2% no Rio. Os investidores voltaram a procurar as ações. O primeiro estímulo veio do Plano Bresser que, com a promessa de reduzir a inflação, estimulou as aplicações em ações, apesar do receio de que a contenção salarial do plano inibisse as vendas das empresas mais concentradas no mercado interno. O fator que agia em contrário às Bolsas era que, ao contrário do que aconteceu nos primeiros meses pós-Cruzado, os juros dos títulos de renda fixa foram reais e positivos.

No final de junho, o mercado já demonstrava sinais de preocupação com a armadilha que o governo se viu enredado com a decisão de manter a variação da LBC acima da

inflação. A cada ponto que a variação da LBC superasse a inflação o governo aumentaria seu deficit, na medida em que a dívida pública em títulos encontrava-se totalmente indexada à variação da LBC. Segundo os analistas do mercado de títulos, o Banco Central não poderia manter indefinidamente a LBC como indexador da economia e como instrumento de política monetária ativa, pois toda vez que a LBC superasse a inflação, haveria transferência de renda entre setores e crescimento do deficit do governo. Com isso, verifica-se a hipótese da mudança do estado de confiança dos agentes ao prever vida , curta para a politica de juros altos.

Diante desse quadro, podia-se identificar um comportamento racional da empresas. Na mesma velocidade em que as empresas preferiam encolher as operações de crédito, as que tinham dinheiro preferiam ampliar as aplicações, tendo como meta um unico objetivo: liquidez a qualquer momento. Essa era a razão pela qual as carteiras de "open" dos grandes bancos - onde eram feitas aplicações por um dia em títulos - não sofriam redução em seus volumes de dinheiro. No final de junho as empresas ainda arriscavam uma ou outra aplicação em CDBs pós-fixados (indexados à variação da LBC). Em julho, a concentração de recursos, contudo, estava no overnight. Enquanto o governo mantivesse a variação da LBC acima da inflação, as empresas capitalizadas preferiam aplicar seus recursos no over. Isso não significava que os investidores deixaram de procurar algumas alternativas pouco "ortodoxas" de aplicação. As empresas estrangeiras, que podiam remeter

dividendos às matrizes, preferiram fazer isto logo. Outras empresas abriam espaço, ainda que pequeno, para aplicações em ouro; algumas arriscavam financiar ações no mercado a termo por curto prazo.

As empresas capitalizadas pouco se importavam com o grau de ortodoxia das aplicações. O que interessava era " ter o dinheiro na mão " rapidamente e com a melhor remuneração possível. Se os dois resultados fossem incompatíveis, a liquidez ganharia destaque. A tão conhecida " ciranda financeira " ganhou outro nome : "ciranda da insegurança".

Em julho, o juro foi real no montante necessário para evitar a transferencia de recursos de ativos financeiros para ativos reais, e as autoridades mantinham sintonia fina com as instituições, para calibrar com a menor margem de erro possível o nível de juros e evitar uma evasão de recursos.

Neste mês também observou-se um aumento na procura do ouro. Os recursos que engordavam as operações em ouro migraram das Bolsas de Valores, que sofreu uma queda vigorosa nas operações consideradas de alto risco. A recuperação do volume de negócios do ouro refletiu o interesse crescente dos investidores pelas aplicações vinculadas à cotação do dólar. O estímulo partiu do declínio dos juros nominais, da insegurança quanto à estabilidade social do país decorrente do " quebra-quebra" no Rio de Janeiro após o aumento das passagens urbanas, além das expectativas de que a economia sofreria desaquecimento.

Os maiores bancos do país revelavam que o conjunto de ativos financeiros que formavam o bolo da poupança doméstica não tinha se alterado em relação às vésperas do Plano Bresser. Foram observados remanejamentos de recursos entre os diversos ativos (fundos de ações, fundos de renda fixa, fundos ao portador, CDBs e LCs), mas basicamente as aplicações no mercado aberto por um dia (over com lastro em LBC) e os fundos ao portador mantiveram índice de crescimento. Pela Tabela V, vemos que o único movimento relevante na composição dos haveres não monetários foi o ligeiro aumento da participação dos depósitos de poupança e uma pequena redução da participação dos depósitos a prazo fixo. Este dinheiro, contudo, não veio de fora do sistema financeiro. O dinheiro saiu de um segmento e foi para outro, mas não havia dinheiro novo entrando no sistema. De fato, o total de haveres não monetários em poder do público caiu em termos reais em junho e recuperou-se em julho, mas sem atingir o saldo existente em maio.

No final de julho o Banco Central detectava um movimento de deslocamento de recursos das cadernetas de poupança para as aplicações " overnight " com lastro em LBC. Grandes depositantes correram para o over para usufruir a alta dos juros. Não houve incremento nas aplicações em títulos bancários que faziam "funding" para as operações de crédito. Os mercados de risco (ações, ouro e dólar paralelo) começaram a apresentar perda de vigor, apesar de apresentarem variação real positiva.

Pela primeira vez em 1987, no mês de julho,

todas as aplicações financeiras renderam aos investidores ganhos reais. O ganho generalizado foi possível graças à defasagem entre o índice oficial de inflação, de 3,05% anunciado pelo IBGE, e a variação da LBC. Este dado - que se transformou em benefício para o investidor - foi desastroso para os tomadores de crédito, que pagaram em julho o segundo maior juro real da década (7,3% acima da inflação).

Em julho, pelo segundo mês consecutivo as aplicações de risco voltaram a liderar o ranking das aplicações financeiras. A Bolsa de São Paulo exibiu uma valorização real de 19,5%, seguido de perto pelo IBV médio da Bolsa carioca, que se valorizou 18,08% reais .

Por volta de final de julho e, mais intensivamente em agosto, começaram os movimentos especulativos de formação de estoques e antecipação das compras. Por força da proximidade do descongelamento, os agentes buscaram antecipar uma situação futura com vista a obter ganhos reais.

Portanto, com o Plano Bresser caracteriza intensamente a hipótese do comportamento especulativo ex-post aos planos heterodoxos. Isso pôde ser observado pela manutenção da liquidez aproveitando as altas taxas de juros do overnight logo após o anúncio do plano, com a posterior mudança para ativos reais (ouro e dólar) ao prever vida curta a política de juros altos, e formação de estoques ao prever vida curta para o congelamento de preços.

CAP. 3 - O PLANO VERÃO

1. Introdução

Durante o ano de 1988 a política econômica do governo baseou-se na política do "feijão com arroz". Esta consistia em conduzir a economia de forma mais discreta possível, descartando o uso de medidas ousadas (como um congelamento de preços) que poderiam vir a exacerbar as expectativas dos agentes econômicos. Visando dar tranquilidade aos agentes, as autoridades econômicas buscavam somente o controle das políticas fiscal e monetária e a normalização das relações com o sistema financeiro internacional (através da retomada do pagamento integral dos juros externos).

Diante do fracasso do "feijão com arroz", no final de 1988, empresários e trabalhadores articularam um pacto antiinflacionário, buscando afastar o fantasma da hiperinflação. Esse pacto não contou com a adesão de todos os setores e, num primeiro momento, do governo. No começo de janeiro já havia sinais claros de esgotamento da tentativa de conter o processo de aceleração inflacionária através dos entendimentos no chamado Pacto Social. A estratégia centrada na prefixação acordada de reajustes de preços e salários era limitada. Assim, o governo decretou um novo choque antiinflacionário em 15 de janeiro de 1989, o Plano Verão.

As autoridades econômicas procuraram conter o

processo inflacionário através de três medidas básicas : uma política monetária fortemente restritiva, que deveria vigorar por um período suficientemente longo para quebrar as expectativas inflacionárias; mudanças profundas no sistema de indexação oficial da economia, tentando, ao mesmo tempo, alongar o período mínimo para sua incidência; e um congelamento temporário e flexível de preços. As principais medidas do Plano Verão que afetaram o mercado financeiro foram:

a) extinção da OTN (plena e fiscal), que era o principal indexador oficial da economia. O prazo mínimo dos contratos passou a ser de 90 dias e os agentes poderiam escolher o indexador de seus contratos (menos aqueles proibidos por lei, como moeda estrangeira e piso salarial).

b) desvalorização do câmbio em 16,38%.

c) contingenciamento do crédito.

d) autorização do Banco Central de elevação para até 100% do compulsório sobre os depósitos à vista, e para até 60% daquele sobre os demais títulos das instituições financeiras.

e) a caderneta de poupança continuou sendo a única aplicação indexada com prazo menor que 90 dias.

f) estabeleceu-se um fator de deflação com variação diária ("tablita") para o pagamento de obrigações em cruzados após o Plano.

g) alteração da tributação do mercado financeiro. Só no primeiro trimestre do ano as alíquotas foram mudadas três vezes.

h) criação de uma nova moeda, o cruzado novo, valendo 1.000 cruzados.

2. O período pré-plano

Durante o ano de 1988 a boa saúde financeira das empresas alimentou um quadro de liquidez folgada, diante da qual pouco poderia fazer a política monetária. Esse volume de recursos encontrava-se refugiado basicamente no overnight, deixando o Banco Central sempre sob a ameaça de uma rápida evasão de recursos por conta de algum movimento especulativo, latente pela ameaça constante de subida da inflação e pelos inevitáveis sobressaltos do período eleitoral.

O excesso de liquidez na economia em 1988 foi o principal responsável pelo recuo das taxas de juros reais pagas pelos bancos aos investidores em títulos privados. Ao mesmo tempo, a inflação elevada e um panorama de incertezas fez com que as empresas procurassem refugiar-se cada vez mais em ativos de risco, como o ouro e o dólar paralelo, e a permanecerem no curto prazo, como o over e os fundos ao portador.

Em dezembro de 1988, observamos um aumento real em relação ao mês anterior de 6,54% do total de ativos financeiros em poder do público (Tabela VII), correspondente ao aumento real de todos os haveres financeiros, com exceção das letras de câmbio e dos títulos de dívida pública estadual e municipal. Surpreendente foi o crescimento real dos haveres monetários, da ordem de 17%, puxado pelo papel moeda em poder do público (+54,10% reais). Grande parte desse aumento deveu-se à sazonalidade de fim-de-ano.

Os depósitos de poupança, apesar de apresentarem um crescimento real de 1% no mês de novembro para dezembro (Tabela VII), tiveram sua participação percentual nos haveres financeiros em poder do público diminuída de 34,38% para 32,58% (Tabela VIII). Essa diminuição teve correspondência no aumento da participação percentual do papel moeda em poder do público (+0,8%) e dos depósitos a prazo fixo (+1,0%), apesar da rentabilidade real negativa destes. A maior participação percentual era dos títulos federais em poder do público (39,60% do total de haveres financeiros), que apresentaram rentabilidade real de +1,21% em dezembro de 1988.

A demanda por dólar e ouro permaneceu aquecida em dezembro, sustentada pelo clima de instabilidade econômica. Apesar disto, os dois ativos apresentaram rentabilidade real negativa . O desempenho mais significativo, porém, foi das Bolsas de Valores, em boa parte devido ao surpreendente desempenho de empresas do setor privado. A Bolsa de São Paulo apresentou ganho real de 20,1% e a do Rio de Janeiro teve rentabilidade real de +21,0% no mês de dezembro.

Em janeiro de 1989, constatada a ineficácia do "feijão com arroz " e com a ameaça evidente da hiperinflação, o mercado dava como certo o anúncio de um novo "pacote" antiinflacionário. As tentativas de antecipações por parte dos agentes econômicos às medidas do governo, levando em consideração todas as hipóteses possíveis, desde a prefixação até um novo congelamento, estavam todas marcadas pela pouca confiança na

capacidade do governo Sarney em adotar medidas firmes e coerentes. O refúgio natural dos investidores era o overnight, que rendia um juro real positivo acima de 13,2% ao ano, sinalizado pelo aumento das taxas de juros pelo Banco Central com o objetivo de evitar movimentos especulativos por conta do esperado "pacote".

Nos mercados de risco, alimentados pelas notícias e boatos que procuravam traçar os possíveis contornos do Plano Verão, a alta dos juros foi suficiente para conter o ímpeto das Bolsas. O dólar paralelo acumulou alta de 27,6% até o dia 12 de janeiro e o ouro 22,7% no mesmo período.

As vésperas do anúncio do Plano, definia-se uma situação onde os agentes buscavam liquidez crescente, dando mobilidade em suas aplicações para trocar de posição rapidamente. As empresas não-financeiras evitavam o risco de imobilização de recursos na produção e buscavam a esfera financeira para compensar, ao mesmo tempo que reduziam seus níveis de endividamento. Nesse sentido, podemos destacar o Plano Verão como sendo o que mais se encaixa na hipótese de comportamento defensivo-especulativo ex-ante aos planos de estabilização heterodoxos. Ocorreu uma antecipação generalizada dos agentes econômicos às medidas do governo, buscando posições patrimoniais que antecipassem o comportamento futuro das variáveis econômicas. O aprendizado adquirido com os Planos anteriores (Cruzado e Bresser) foi decisivo nessa antecipação, que caracterizou-se pelo aumento na procura dos ativos de risco, remarcações de preços por parte das empresas para enfrentar um possível

congelamento, e na concentração de recursos no overnight, buscando liquidez na "quase-moeda indexada". Como a maior parte das medidas do Plano foram anunciadas previamente pela imprensa, foi aberta a possibilidade de que " inumeros agentes tomassem providências no intuito de evitar eventuais perdas ou obter algum ganho com as novas regras econômicas " (Régio , 1990;144). Definuiu-se, assim, o comportamento defensivo-especulativo dos agentes econômicos.

3. O comportamento dos agentes pós-plano

" Contrariamente ao espírito da política 'feijão com arroz', que vigorou durante o ano de 1988, o Plano Verão promoveu forte intervenção sobre a economia com o congelamento de preços, câmbio e salários, acompanhado da desindexação dos ativos financeiros " (Oliveira e Biasoto Jr. , 1990;24).

O processo de remonetização não se repetiu nesse plano. Os motivos foram basicamente três: o aumento dos percentuais compulsórios incidentes sobre os depósitos à vista, o contingenciamento do crédito e a prática de taxas de juros elevadas, que mantiveram os recursos concentrados no overnight. Com taxas de inflação abaixo de dois dígitos, é inevitável algum aumento na demanda por dinheiro, mesmo com juros reais altos, o que acabou ocorrendo em abril.

Fendo por pilares uma política fiscal apertada e juros elevados, a intenção do Plano Verão foi segurar os preços

através da inibição do consumo e evitar a fuga dos recursos concentrados no overnight para o consumo e/ou os mercados especulativos e reais. Num primeiro momento, a política de juros altos conseguiu inibir o consumo e a formação de estoques especulativos, principalmente porque o congelamento se deu após uma remarcação intensa de preços, o que reduziu ainda mais o poder de compra dos salários.

Além do congelamento, outro ponto importante foi a desindexação total da economia, via extinção da correção monetária, com a finalidade de quebrar as expectativas futuras e o movimento inercial dos preços. Entretanto, o fim brusco da OTN gerou transferências de renda inter e intra setores. O setor público teve um ganho de aproximadamente 17% com a dívida mobiliária, decorrente da diferença entre a evolução dos preços e a rentabilidade dos títulos nos quinze primeiros dias de janeiro. Além disso, a troca de títulos indexados à correção monetária por LFTs gerou um ganho adicional avaliado pelo mercado em 2%. A transferência de renda dentro do setor privado se deu, de modo geral, dos aplicadores em títulos privados prefixados para os tomadores de recursos com este tipo de prefixação. Os papéis privados - CDBs, Letras de Câmbio e debentures - com cláusula de correção monetária igual à das OTNs foram os mais prejudicados com o Plano. Com uma correção limitada a 12,96% em janeiro e a zero a partir de 1º de fevereiro, os detedores destes papéis passaram a amargar sérios prejuízos, sobretudo porque a taxa de juros foi fixada em nível real elevado a partir de 18 de janeiro.

Com o fim da correção monetária e o alto custo do

financiamento, imposto pelo Banco Central nas taxas de juros do overnight, as instituições arcaram com pesados prejuízos, principalmente devido a alavancagem das posições de CDBs. Em decorrência, o mercado de CDBs pós-fixados praticamente se extinguiu, pois raríssimas instituições se dispunham a comprar títulos com resgate em 90 dias, já que, naquele momento, o trabalhava-se, mais do que nunca, com mercados de curto prazo. Além disto, devido às altas taxas de juros do overnight e a não restauração do rendimento dos papéis privados, houve uma forte transferência de recursos aplicados em CDBs para o overnight lastreado em LFTs.

Pelas Tabelas VII e IX, vemos que de dezembro de 1988 para janeiro de 1989 houve uma redução, em termos reais, de 38% do estoque de depósitos a prazo fixo. E de janeiro para fevereiro, uma redução real de 20%. A queda dos CDBs também pode ser vista pelas tabelas VIII e X, onde a participação percentual dos depósitos a prazo cai de 13,81% de total de haveres financeiros em poder do público para 9,95% em janeiro, 7,40% em fevereiro e 6,60% em março.

A consequência prática do confisco de renda entre segmentos do setor privado e a não restauração dos papéis privados, que não foram equiparados, por exemplo, as cadernetas de poupança - cuja remuneração em janeiro e fevereiro foi idêntica à do overnight - foi uma concentração brutal da poupança financeira nos títulos federais, diante da perda de credibilidade dos papéis privados. O estoque de títulos da dívida pública federal em poder do público, que havia diminuído cerca de 15% em

janeiro com o fim da correção monetária, aumentou 16% reais em fevereiro e 18,24% em março. Sua participação percentual no total de haveres financeiros em poder do público aumentou de 39,21% em janeiro para 42,15% em fevereiro e 43,51% em março.

As cadernetas de poupança, com rendimentos equiparados ao overnight, teve seus saldos elevados em 9,78% de janeiro para fevereiro, e em 15,26% de fevereiro para março, em termos reais (Tabela IX), apesar de sua participação no total de haveres financeiros em poder do público ter aumentado um pouco menos de 1% (Tabela X).

A política monetária restritiva foi, entretanto, incapaz de conter a especulação com ativos de risco (dólar paralelo, ouro e Bolsas de Valores), ao não quebrar as expectativas dos agentes privados. Esses ativos contaram com aplicadores cativos, "muitos deles mais preocupados em fazer um 'seguro' do que propriamente em obter ganhos extraordinários" (Régo , 1990;45). Os agentes que procuram ouro são basicamente as grandes empresas. Os que buscam dólar são, em sua maioria, as pessoas físicas, enquanto que na Bolsa concentram-se os fundos de pensão. A incapacidade de desaquecer os mercados de risco tinha como razões " a incerteza e a falta de confiança dos agentes econômicos no sucesso do Plano e, consequentemente, na estabilidade dos preços " (Análise de Conjuntura Econômica, SEADE ; JAN/FEV 1989).

Em janeiro, todas as aplicações tiveram rendimento inferior à inflação. Perdeu menos quem investiu nos mercados de risco. O dólar paralelo liderou os ganhos nominais, enquanto quem

comprou CDBs indexados à extinta DTN perdeu muito. Quem ficou no mercado acionário não chegou sequer a obter rendimento nominal (Tabela XI).

Em fevereiro, quem liderou o ranking das aplicações financeiras foram as Bolsas de Valores, com rendimentos reais acima de 40%, seguidos dos CDBs prefixados, overnight e poupança (perto dos 15% reais), do dólar paralelo (5,18%) e do ouro (3,51%) - dados da Tabela XI.

A desindexação tornou difícil a escolha de algum índice como referência de preços para os agentes. O que aconteceu foi que " a taxa do over acabou sendo eleita pelos agentes como a inflação real e, com isso, terminou sendo embutida explícita ou implicitamente nas transações interempresariais. Em verdade, a taxa do over passou a representar a inflação oculta pelo congelamento e impediu que a noção de estabilidade tivesse vigência " (Oliveira e Biasoto Jr. , 1990 ; 25).

Utilizando-se dos mecanismos de aprendizado adquiridos com o Plano Bresser, os agentes sabiam que a política de juros altos não teria vida longa, pois aumentam o estoque da dívida pública e provocam dúvidas quanto a sua solvabilidade. Some-se a isto o fato de que o Plano começou com uma taxa de juros tão alta que, " aos olhos dos agentes, não era flexível para cima. Ou seja, as expectativas quase generalizadas eram de que a taxa acabaria fazendo um movimento descendente. Obviamente, tratava-se apenas de descobrir qual o momento mais propício para realizar o movimento rumo aos ativos de risco " (Oliveira e Biasoto Jr. , 1990;25).

No final de março, os ganhos obtidos pelo governo com a dívida mobiliária em janeiro com o Plano já haviam sido consumidos, e diante de um risco de fragilização financeira do setor público, as taxas de juros começaram a baixar. Concomitantemente, os índices de inflação voltaram a subir, evidenciando o fracasso do Plano Verão, que gerou uma instabilidade generalizada, que por sua vez, aqueceu os mercados de risco.

Boa parte da liquidez gerada pela política de juros reais positivos procurou abrigo em ativos reais e especulativos (bens imóveis, ouro, dólar paralelo, ações e aumento dos estoques à espera do descongelamento). Antes mesmo que o governo tentasse uma saída coordenada do congelamento, o fracasso evidente do Plano e o temor dos agentes quanto à possibilidade da hiperinflação, "conduziu-os à antecipação do consumo e à promoção da recomposição dos estoques do comércio e da indústria como forma de defenderem-se do processo" (Oliveira e Biasoto Jr, 1990:23).

As elevadas taxas de juros praticadas nos dois primeiros meses após o anúncio do Plano fizeram com que a massa de liquidez financeira crescesse muito e junto com ela cresceu a ameaça de que o governo não honrasse seus títulos. "A busca de empresas por investimentos, especialmente objetivando plantas voltadas para a exportação, e a de consumidores de alta e média renda pela antecipação da compra de bens duráveis, foi uma alternativa à manutenção de recursos no mercado financeiro. Sem dúvida, várias grandes empresas alteraram sensivelmente a

composição de seus portfólios em detrimento das operações tradicionais de overnight, tendo sido a imobilização de capitais um dos elementos resultantes deste processo " (Oliveira e Riasoto jr. , 1990; 27 e 28).

Todas as medidas ortodoxas adotadas no Plano Verão não foram capazes de desfazer a preferência dos agentes pela "quase-moeda indexada". As medidas foram neutralizadas pela ação dos agentes, que anteciparam totalmente a ação esperada do governo, estando sempre conscientes da restrição financeira do setor público e dos limites políticos do governo. Comprovando plenamente a hipótese do comportamento especulativo ex-post aos planos, os agentes aproveitaram as altas taxas de juros reais do overnight praticadas logo após a decretação do plano. Com seus recursos acrescidos dos altos juros, eles trocam de posição ao sinal de esgotamento da política monetária restritiva, correndo para os ativos reais e especulativos. " A explosão das aplicações especulativas e em ativos reais (bens imóveis, ouro, dólar no mercado paralelo) demonstra que o estado de confiança minou. Além disso, a perda de rentabilidade nas aplicações financeiras ocasiona fatalmente a transferência de recursos para os mercados de consumo, levando os poupadores a anteciparem suas compras. Os juros altos foram insuficientes para garantir o êxito da experiência "ortodoxa" " (Costa , 1990a : 24).

A política monetária anunciada, inconsistente com o quadro macroeconômico, teve efeito puramente nominal, pois foi neutralizada pelo comportamento racional microeconômico.

1. Introdução

No segundo semestre de 1989 a política econômica do governo restringiu-se, depois do fracasso do Plano Verão, ao objetivo de evitar um processo hiperinflacionário. Como os instrumentos de política econômica encontravam-se em situação de inoperância, foi utilizado como elemento-chave para atingir o objetivo a política de juros elevados. Apesar do seu relativo êxito em manter a riqueza líquida concentrada no mercado financeiro, a política de juros altos esgotava-se a medida que crescia a desconfiança dos agentes econômicos em relação à solvabilidade da dívida pública e às medidas econômicas que seriam adotadas pelo presidente eleito.

O presidente Fernando Collor tomou posse dia 15 de março de 1989, tendo como herança uma inflação de 72,8% em fevereiro. Para remover a ameaça de hiperinflação e resgatar a estabilidade monetária, adotou um arrojado programa de intervenção na economia, amparado pelos seus 35 milhões de votos. O Plano Collor partia do diagnóstico de que a inflação " tinha suas raízes plantadas na fragilidade financeira do setor público, na excessiva liquidez por ela provocada e no crescente desequilíbrio existente entre a riqueza financeira e a riqueza real " (Oliveira, 1991 : 15).

O Plano combinou medidas heterodoxas com outras de

natureza ortodoxa. Foi composto por quatro elementos básicos - a reforma monetária, a política de rendas, a reforma fiscal e a política cambial - e de algumas proposições de ajustes de caráter estrutural, como as privatizações e uma maior liberalização externa.

A reforma monetária foi o ponto fundamental do programa. Foi retirado o poder liberatório do Cruzado Novo e criada uma nova moeda com esse atributo, o cruzeiro. Foram tornados indisponíveis 80% do estoque de M4 em cruzados novos (a soma do M1 e de todos os demais ativos financeiros), ficando estes recursos bloqueados por dezoito meses, rendendo correção monetária mais 6% ao ano. Depois dos dezoito meses, o governo comprometeu-se a devolver os cruzados novos bloqueados em parcelas iguais durante doze meses. Os restantes 20% de M4 foram convertidos em cruzeiros e liberados para uso. Com a reforma monetária o governo pretendia recuperar os instrumentos de política monetária e desvalorizar o estoque de riqueza financeira, através da cobrança de IOF (Imposto sobre Operações Financeiras), da não remuneração das aplicações durante o feriado bancário decretado de 13 a 16 de março e da tributação de 25% sobre os fundos ao portador.

Todos os débitos então existentes deveriam ser liquidados na moeda antiga, e durante 60 dias o Governo permitiu que os impostos federais, estaduais e municipais pudessem ser pagos em cruzados novos.

A reforma fiscal também ganhou destaque, objetivando eliminar as necessidades de financiamento do setor

público e gerar expectativas otimistas quanto à solvência da dívida pública.

2. O período pré-plano

A política de taxas de juros reais elevadas, utilizada desde o Plano Verão como último recurso para evitar a hiperinflação, não foi suficiente para impedir a aceleração da taxa de inflação, que subiu de 56,1% em janeiro para 72,8% em fevereiro, atingindo o apice de 82% em março. Tal política, apesar de também conseguir manter a liquidez da economia cativa no mercado financeiro, não foi capaz de convencer os agentes privados a trocarem suas aplicações diárias por outras de prazo mais longo. Os títulos públicos atraíam grande parte dos recursos disponíveis na economia, multiplicando-os pelos juros reais elevados e potencializando os riscos de uma fuga dessa "moeda indexada".

O crescimento exagerado da inflação fazia com que as taxas de juros e os mecanismos de indexação não conseguissem acompanhá-la. Somando-se a isso a incerteza quanto ao rumo da economia com a posse do novo presidente - e o temor da repetição no Brasil do confisco argentino - e a demora quanto à definição do futuro Ministro da Economia, encontramos a razão para que uma estratégia de preservação do patrimônio e diversificação do portfolio fosse adotada pelos agentes econômicos.

O comportamento dos agentes se refletiu na composição dos principais haveres financeiros em poder do

público. O estoque destes caiu 18% reais em janeiro (Tabela XII), o que significa que houve uma saída líquida de recursos do sistema financeiro para outras aplicações. Esse movimento agitou os mercados de risco. O ágio do paralelo variou entre 100% e 160%, atingindo seu pico em meados de fevereiro. O mercado de ouro se manteve aquecido e o de imóveis apresentou preços com ágios. No mercado acionário houve movimento de alta de preços e de volume negociado.

O mês de fevereiro caracterizou-se por uma valorização substantiva dos mercados especulativos. As empresas líquidas transferiram parcelas expressivas de recursos do mercado financeiro para imóveis, ações, BTNs cambiais, dólar, ouro e estoques, buscando resguardar-se do quadro geral de incertezas quanto à política econômica do futuro governo. Já os pequenos e médios investidores, que concentravam seus recursos no overnight e nos fundos de curto prazo, destinaram parcelas crescentes de seus recursos para aplicações de menor liquidez, mas de maior segurança, como as cadernetas de poupança (que os agentes achavam ser de menor risco de confisco).

Todo esse movimento é observado na Tabela XII, onde constatamos uma redução real de 3,3% nos títulos federais em poder do público e de 15,1% dos depósitos a prazo em fevereiro. As cadernetas de poupança tiveram um aumento real de 19,9% no mesmo mês, que correspondeu a um aumento de quase 4% (de 23,83% para 27,78%) de sua participação nos haveres financeiros (Tabela XIII). Os títulos federais tiveram sua participação reduzida de 47,53% para 44,69% e os títulos privados de 11,27%

para 9,31% do total de haveres financeiros.

Os fatores que justificavam a valorização firme dos ativos de risco eram a expectativa de que uma sobrecarga tributária atingisse todos os segmentos do mercado, uma persistente onda de boatos sobre o congelamento de aplicações nos fundos de curto prazo e no overnight lastreado em LFTs e a procura de diversificações por pequenos e médios investidores.

Após a definição da equipe econômica e das primeiras notícias sobre o programa de ajuste, as expectativas se alteraram. Os agentes passaram a adotar uma postura defensiva, que se refletiu na preocupação de criar um caixa maior. Muitos passaram a deixar seus recursos em contas correntes, outros até levaram dinheiro para casa, o que forçou o governo a antecipar o feriado bancário, segundo o relatório do CECOM-UNICAMP de abril de 1990. Porém, o movimento maior se deu da venda de parte do estoque de ouro, dólar e ações e compra de títulos federais e cadernetas de poupança. Decisivo nesse momento foi a firme postura " anticalote" de Collor, que chegou a fazer enfático desmentido. O overnight recebeu mais recursos que a poupança, pois esta tinha a problema do limite máximo de aplicação de NCz\$ 2,97 milhões. O boletim Análise Financeira (volume VII - nº 11) chegou a aconselhar seus leitores : " E é justamente o firme posicionamento do presidente Collor que torna desnecessária a prudência de se atravessar o dia 15 com um cheque administrativo nas mãos ".

O comportamento defensivo-especulativo dos agentes econômicos ex-ante aos planos heterodoxos também caracterizou-se

no Plano Collor, como vimos. Até fevereiro, a estratégia dos agentes era a de diversificação dos portfólios, evitando uma dependência excessiva da LFT. Esse movimento especulativo foi provocado, em grande parte, pelo tom de campanha de um presidente já eleito, que ao invés de provocar um recuo dos agentes econômicos, exacerbou a tendência de busca de proteção nos ativos de risco. No começo de março, o comportamento defensivo tomou lugar, com os agentes procurando ficar mais líquidos, inclusive por esperarem uma política monetária restritiva após 15 de março, que implicaria em juros altos e falta de liquidez. Realmente, aquele não era o momento para especulação. Tentar obter ganhos patrimoniais no momento do ajuste seria muito arriscado. A melhor saída era a proteção e manutenção da liquidez. Nessas estratégias consistiram as tentativas de antecipações dos agentes as futuras medidas econômicas.

3.0 comportamento dos agentes pós-plano

Segundo Régio (1991 : 147), " as ações defensivas dos agentes privados, propiciadas pela extrema liquidez das operações lastreadas em títulos públicos, foram, em larga medida, neutralizadas pelo Plano de Estabilização anunciado em 16 de março de 1990 ". A Reforma Monetária, que imobilizou 80% dos ativos financeiros e impôs uma desvalorização a esse conjunto, retirou de circulação por direito meses algo em torno de mais de US\$ 100 bilhões (aproximadamente 67% do total de haveres financeiros).

Os agentes econômicos passaram a ter em mãos, disponíveis para uso em cruzeiros, Cr\$ 50 mil de cada conta corrente ou depósitos de poupança, Cr\$ 25 mil ou 20% das aplicações no overnight e 20% dos fundos de curto prazo e depósitos à prazo - isto em cada instituição financeira. Com isso, " o arbítrio do congelamento beneficiou ao portfólio diversificado ao acaso, não só por ativos financeiros, como também por instituições financeiras " (Costa, 1990b : 16).

Essa drástica contração da liquidez da economia abriu uma temporada de caça à liquidez. o Plano Collor alterou drasticamente o perfil do mercado financeiro, na medida em que houve uma brutal reversão de papéis. As empresas, antes altamente capitalizadas e financiadoras do governo, passaram a defrontar-se com problemas de liquidez, tendo, inclusive, que recorrer ao crédito. E o setor público, nas esferas federal, estadual e municipal, passou a ser o grande detentor de cruzeiros no sistema econômico, porque podia receber antecipações de pagamentos em cruzados novos e convertê-los em gastos pagos em cruzeiros.

O bloqueio inesperado de 80% do dinheiro disponível tirou o fôlego de instituições financeiras e investidores. A necessidade imediata de cruzeiros fez com que boa parte das posições dos agentes em ativos de risco fosse desfeita, provocando queda nas cotações desses ativos. As Bolsas apresentaram rendimento real negativo acima de 70% em março, o ouro caiu mais de 60% reais e o dólar paralelo apresentou um desempenho menos pior, caindo 45,75% em termos reais (Tabela XIV).

O confisco causou uma sensação de desconfiança dos agentes econômicos em relação ao mercado financeiro, especialmente nas pessoas físicas, que procuraram sacar dos bancos a parcela dos recursos convertidas em cruzeiros e mante-la parte em espécie e parte em ativos não financeiros. Costa (1990b : 24) coloca que essa desconfiança do mercado financeiro, especialmente da poupança," provocou uma tendência à fuga do mercado financeiro formal e à dolarização ".

A Reforma Monetária alterou radicalmente o quadro dos principais haveres financeiros em poder do público. Em termos reais, todos os haveres não monetários, com exceção das letras hipotecárias (cuja participação no total de haveres financeiros é desprezível), tiveram seus saldos reduzidos em março. Os depósitos de poupança caíram 55,89% ; os depósitos a prazo 49,69% ; os títulos municipais e estaduais 24,06% e os títulos federais 83,42% (Tabela XII). Os depósitos de poupança tiveram sua participação percentual no total de haveres financeiros reduzida de 27,78% para 16,72% ; os depósitos a prazo de 9,31% para 6,39% e os títulos federais de 44,69% para 10,11%. Os títulos municipais e estaduais, por serem os que menos caíram em termos reais, tiveram sua participação percentual aumentada de 10,63% para 11,01% (Tabela XIII). Completam os haveres não monetários os cruzados novos retidos no BACEN , sob o nome de Valores à Ordem do BACEN, com 41,37% do total dos haveres financeiros.

O comportamento dos haveres monetários reflete o processo de remonetização da economia. Os haveres monetários

cresceram 46,30% em termos reais de fevereiro para março,; 24,37% de março para abril e 23,56% de abril para maio, com destaque para o impressionante crescimento real de 81% do papel moeda em poder do público de março para abril. As causas da remonetização não devem ser buscadas somente na desconfiança dos agentes em relação ao mercado financeiro ou no corte súbito na inflação. O setor público foi o responsável, através da reinjeção de liquidez na economia através dos canais abertos pelas " exceções " permitidas à conversão de cruzados novos em cruzeiros. Deve-se salientar que, no quadro de crise de estabilização, com quebra tanto da oferta (produção) quanto da demanda (consumo e investimento), provocada pelo bloqueio da liquidez, o gasto público e as " exceções " constituíram medidas compensatorias que impediram maior aprofundamento da recessão.

Segundo o Relatório do DECON - UNICAMP de junho, " a reação da sociedade ao excessivo aperto monetário e as pressões quanto à inevitabilidade de uma recessão profunda fizeram com que fossem abertas mais exceções do que se originalmente se pretendia à conversão da moeda velha em moeda nova ". A essas exceções foi dado o nome de " torneiras ", abertas diariamente pelo governo para irrigar setores específicos da economia com problemas de iliquidez, seja pela conversão de cruzados novos em cruzeiros, seja através do crédito seletivo. Mais de 40 " torneiras " foram abertas. Através dessas excepcionalidades foram desbloqueados cruzados novos de consórcios, aposentados isentos de Imposto de Renda, desempregados, gestantes, entidades culturais e beneficiários, etc..

Mas a principal fonte de remonetização foi o canal aberto pelo Setor Público que permitiu que todas as contribuições previdenciárias e impostos federais, estaduais e municipais, inclusive os apurados após o dia 15 de março, fossem pagos com cruzados novos até o dia 18 de maio. Segundo Costa (1991 : 4), este fator foi responsável por 59% das liberações ocorridas até 28 de fevereiro de 1991. Além disso, foi permitido que dívidas contraídas anteriormente ao plano fossem pagas com cruzados novos nos seis meses posteriores ao plano. Somando isto às transferências de titularidade dos cruzados sem ônus permitidas, chegou-se à situação onde o congelamento efetivo da riqueza financeira tornara-se bem menor que o potencial. Em abril, o total de haveres financeiros em poder do público cresceu 18,63% reais (Tabela XII).

Os excessos de liquidez localizados em alguns setores, como o bancário e o comercial, propiciaram uma recuperação das operações no mercado financeiro e nos mercados de risco, a medida que os fluxos de renda iam sendo gerados e que as " torneiras " iam sendo criadas, os aplicadores voltavam para o mercado financeiro, aumentando a necessidade de lastro para aplicações de um dia, o que levou o BACEN a realizar leilões de troca de LFTs em cruzados por outras referenciadas em cruzeiros. A colocação de títulos federais para enxugar essa liquidez excessiva provocou uma alta de 53,69% reais dos títulos públicos federais em poder do público em abril e de 23,62% reais em maio.

No começo de abril, a taxa nominal do overnight caiu de 18% ao mês para 9,2% ao mês, para diminuir os encargos

financeiros com os títulos da dívida pública. Embora com remuneração alta, os investidores compraram grande volume de CDBs que pagavam ainda mais (12,85% ao mês). Os juros pagos pelos CDBs continuaram superiores aos juros do overnight durante o mês de abril, apesar de ambos decrescerem (Tabela XIV). Isso possibilitou um crescimento real de 26,21% dos depósitos a prazo em abril (Tabela XII). Os depósitos de poupança, apesar de apresentarem crescimento real positivo em abril, têm seus saldos reduzidos a níveis inferiores aos de março no mês de maio.

O desempenho mais significativo nos meses de abril e maio, porém, foi dos mercados de risco. Impulsionados pela liquidez crescente e pela queda nas taxas de juros dos títulos privados e públicos, esses mercados tiveram altas expressivas. A Bolsa de SP, por exemplo, subiu 107,43% reais e a Bolsa carioca subiu 76,91% reais em abril. O ouro teve rendimento real positivo de 40% em abril e 9,62% em maio, enquanto o dólar paralelo subiu 10,27% reais em abril e 12,85% em maio (Tabela XIV). O comportamento das taxas de juros e dos ativos de risco reforçava a sensação do mercado financeiro de que o desequilíbrio na disponibilidade de moeda na economia se agravava. A queda das taxas de juros, a resistência em aceitar a projeção inflacionária oficial de 0,8% para maio - sinalizada pelo BTN fiscal -, a disposição em diversificar as aplicações e a ausência de metas de investimentos produtivos de prazos mais longos eram os fatores apontados como alimentadores dos ativos de risco (Gazeta Mercantil, 04/05/1990).

No final de maio e durante o mês de julho, o

governo muda sua política monetária, partindo para a ortodoxia, com um aperto progressivo da liquidez. Em 30/05, o BACEN interrompeu a prática de "zeragem" das posições em títulos públicos das instituições financeiras ao final de cada dia, que vinha sendo exercida há uma década. Em junho, o BACEN aumentou o depósito compulsório sobre os depósitos a vista de 38% para 45% e reintroduziu a cobrança de IOF sobre todas as operações financeiras envolvendo títulos de renda fixa, com exceção para as cadernetas de poupança e para as ações negociadas no mercado à vista, com objetivo de alongar o prazo das aplicações financeiras (que continuavam concentradas no curtíssimo prazo).

O Plano Collor conseguiu surpreender a grande maioria dos agentes económicos ao congelar 80% da riqueza financeira. Nesse sentido não houve uma antecipação dos agentes às medidas, pois ninguém apostava numa intervenção tão arbitrária e sem seletividade. O comportamento especulativo dos agentes se deu num prazo mais curto do que nos planos anteriores, em grande medida devido ao aprendizado adquirido nos últimos quatro anos. Os economistas neoclássicos diriam que houve " um choque monetário não antecipado ", ou seja, um elemento aleatório que produziu " efeito real " e não puramente nominal. Com isto, a expectativa " racional " de não exercer nenhum efeito sobre a taxa de inflação, mas apenas sobre o nível do produto acabou se confirmando.

Os mecanismos apontados de conversão de cruzados novos bloqueados em cruzeiros, principalmente a arrecadação dos governos municipais, estaduais e federais de impostos em cruzados

novos e o uso de parte destes pelos agentes citados para pagarem seus compromissos em cruzeiros provocou " expansão de liquidez real, ou seja, sancionamento de preços estabelecidos em atos de compra realizados previamente " (Costa, 1990b ; 18). Essa recomposição da liquidez foi interpretada pelo governo como fonte da recomposição das expectativas inflacionárias e desencadeadora do movimento especulativo com ativos de risco que se seguiu, e levou a equipe econômica a mudar sua estratégia de combate à inflação adotando uma política monetária ortodoxa. Note-se que esse movimento especulativo dos agentes não se deu no sentido dos ativos reais, como estoques e imóveis. Ele foi caracterizado muito mais pela busca de ativos de risco (dólar, ouro e ações). Uma pesquisa realizada " sobre os investimentos financeiros das pessoas físicas com renda entre 15 e 20 salários mínimos - amostra da classe média paulistana -, revelou que 64% delas aplicavam em poupança no dia 13 de março de 1990, reduzindo esta parcela para 33% no dia 27 de maio de 1990; em over, antes 60%, depois 24%; em fundo de curto prazo, 38% e 17%, respectivamente; em aplicações de risco: dólar paralelo, 26% antes e 60% depois; ouro, 7% e 17%; ações, 6% e 9% " (Costa, 1990b; 23).

A mudança na política monetária, em fins de maio, " reduziu os níveis de atividade, mas não conseguiu convencer os atores econômicos a abrir mão de suas atitudes defensivas " (Régio, 1991 ; 165). O desenvolvimento posterior dos agregados financeiros, que escapa ao escopo dessa monografia, mostrou que os agentes recompuseram rapidamente seus portfólios e os ativos

financeiros continuaram concentrados no curto prazo.

2000

CONCLUSÕES

Este trabalho procurou separar as decisões dos agentes económicos - num ambiente marcado por sucessivos planos económicos heterodoxos no período de 1986 a 1990 -, em relação à composição de seus portfólios, em decisões ex-ante e decisões ex-post aos lançamentos dos planos. Tentou-se caracterizar as decisões ex-ante aos planos como sendo preventivas com forte carácter precaucional - "comportamento defensivo-especulativo" - e as decisões ex-post como sendo de carácter especulativo.

O método mais adequado para verificar a ocorrência de mudanças nos portfólios dos agentes, de forma a constatar ou não a adoção de medidas defensivas, seria a análise de grupos restritos de agentes económicos, e não a utilização de dados relativos ao conjunto da economia. Entretanto, a dificuldade de acesso a esse conjunto de dados é muito grande, pois necessitaria, entre outras coisas, ter acesso a balanços e extratos de empresas e declarações de Imposto de Renda de pessoas físicas, além de estimação das operações em mercados informais.

O método adotado para avaliação das decisões de portfólio foi a utilização das séries de estoques de haveres financeiros e de rendimentos das alternativas de aplicação. Os dados referentes aos estoques de haveres financeiros apresentam uma limitação, que é a "sua incapacidade de refletir adequadamente a monetização das aplicações financeiras e o aumento da velocidade de circulação da moeda. Isto porque o dinheiro sacado pelos aplicadores, é destinado a sancionar um

aumento da demanda por consumo ou por ativos reais e de risco, tende a retornar na sua quase totalidade ao sistema bancário no final de cada dia, sob a forma de aplicações financeiras remuneradas.(...) Pode haver, portanto, expressivo aumento no montante de transações do sistema econômico com pressão sobre os preços, sem que isto seja adequadamente registrado nas estatísticas sobre haveres financeiros do Banco Central " (Carvalho, 1990 : 69).

Portanto, devido à não utilização da metodologia mais adequada e às limitações do método utilizado, não foi possível chegar a conclusões precisas acerca do comportamento dos agentes econômicos. Todavia, foi possível separar alguns elementos que possivelmente reflitam tendências das decisões dos agentes econômicos quanto a seleção de sua carteira de ativos em contextos de planos de estabilização heterodoxos.

O comportamento dos agentes econômicos ex-ante aos planos revelou-se como sendo um " comportamento defensivo-especulativo ". Com exceção do Plano Cruzado, que foi o primeiro choque heterodoxo - e por isso surpreendeu os agentes, não permitindo antecipações -, os demais planos comprovaram a hipótese , conforme visto nos capítulos anteriores. A partir do Cruzado, os agentes utilizaram-se dos mecanismos de aprendizado adquiridos com os sucessivos planos, e buscaram antecipar as medidas do governo. Aos primeiros sinais de esgotamento das medidas do plano heterodoxo em vigor, os agentes já esperavam um novo plano e adotam estratégias para antecipá-lo. Combinam medidas de natureza defensiva (diversificar as aplicações de

forma a neutralizar, ou pelo menos, minimizar possíveis perdas com medidas de natureza especulativa (tentar adivinhar as medidas económicas que serão adotadas, como também avaliar seu impacto nos meses seguintes, para, a partir daí, delinear estratégias de atuação). As expectativas ex-ante dos agentes não levam em conta apenas a rentabilidade do seu portfólio, mas também a segurança.

A hipótese do comportamento especulativo ex-post aos planos, caracterizado pelo aumento da procura por ativos de risco (ouro, dólar paralelo e ações) e ativos reais (imóveis, formação de estoques , antecipação do consumo, etc.), não se revelou adequada para os Planos Cruzado e Collor. Estes dois planos, por conterem elementos aleatórios, causaram efeitos reais na economia, não permitindo uma estratégia especulativa nos moldes da hipótese proposta. O Plano Cruzado, ao praticar juros reais baixos, e até mesmo negativos no período relevante de análise (dois primeiros meses após a decretação), induziu a preferência por ativos de risco. O Plano Collor, ao " sequestrar " 80% da riqueza financeira, tirou o fôlego de grande parte dos investidores, que passaram a desfazer-se de suas posições em ativos de risco para fazer caixa. A recuperação gradativa do mercado financeiro, se deu num contexto de enorme desconfiança em relação ao mercado financeiro formal, o que estimulou a procura por ativos de risco. Porém, tanto no Plano Cruzado como no Collor, não houve corrida aos ativos reais no período analisado. Em grande parte acredito que pode-se creditar esse comportamento ao fato de que esses dois planos não praticaram juros reais

positivos nos seus dois primeiros meses de vigência, o que ocorreu nos outros dois planos analisados. Os Planos Bresser e Verão mantiveram concentrado no mercado financeiro a maior parte da riqueza financeira no primeiro mês de vigência, por praticarem taxas de juros reais positivas. Quando os agentes perceberam a vida curta das altas taxas de juros, devido à elevação da dívida pública e a dúvida sobre sua solvabilidade, eles recuam e começam a investir nos mercados de ativos de risco e ativos reais. Os planos Bresser e Verão encaixam-se perfeitamente na hipótese do comportamento especulativo dos agentes, caracterizado pela busca de posições patrimoniais que antecipem o comportamento geral posterior.

Assim, a hipótese do comportamento especulativo exposta aos planos de estabilização heterodoxos se aplica àqueles planos que praticaram taxas de juros reais positivas nos primeiros meses pós-plano. Este foi o caso dos Planos Bresser e Verão. Planos deste tipo enredam-se numa armadilha: mantêm a riqueza concentrada no mercado financeiro formal, mas tem folego curto ao aumentar a dívida pública. Já os planos que mantiveram taxas de juros reais baixas, e até negativas, como os Planos Cruzado e Collor, numa conjuntura onde os ativos financeiros são altamente líquidos, provocaram aumento do consumo (no caso do Cruzado) e valorização dos mercados de risco.

TABELA I

1986 - PRINCIPAIS HAVERES FINANCEIROS - EVOLUÇÃO REAL (DEZ/85 = 100)

	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ
PMPP	78,71	62,24	88,78	115,44	131,67	136,70	145,24	161,64	161,48	179,36	194,31	216,06
DV	76,77	75,17	143,80	168,97	195,27	226,59	223,71	233,85	245,61	258,06	260,63	253,76
THM	77,18	72,46	132,25	157,73	181,92	207,72	207,23	218,69	227,95	241,54	246,71	245,85
DP	103,08	99,76	97,38	91,88	91,70	92,34	94,33	94,76	97,43	97,27	95,46	91,60
DPF	95,84	95,99	96,02	92,02	88,00	86,57	90,73	102,89	113,36	127,53	135,25	118,14
LC	92,59	79,77	77,69	80,24	86,09	88,11	89,02	81,37	84,63	92,86	89,91	85,32
LI	99,94	138,14	208,21	208,76	208,21	205,02	204,48	201,38	198,89	196,47	191,79	177,04
TDPEM	104,24	97,27	104,52	107,20	107,50	117,84	119,65	120,13	118,59	126,26	123,36	110,87
TDPFPP	96,01	89,36	100,97	99,95	100,40	95,58	92,82	92,79	94,08	87,63	80,90	83,99
THNMPP	98,44	94,00	95,20	97,86	95,14	93,47	93,98	96,39	100,05	101,40	99,70	95,13
THFPP	95,47	90,99	102,65	103,86	106,83	109,29	109,76	113,43	117,82	120,93	120,19	116,13

OBS: FONTE BANCO CENTRAL BRASIL

VALORES DEFLACIONADOS PELO IGP - DI (FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS)

PMPP = Papel Moeda em Poder do Público
 DV = Depósitos à Vista
 THM = Total de Haveres Monetários
 DP = Depósitos de Poupança
 DPF = Depósitos a Prazo Fixo
 LC = Letras de Câmbio
 LI = Letras Imobiliárias

TDPEM = Títulos da Dívida Pública Estadual e Municipal
 TDPFPP = Títulos da Dívida Pública Federal em Poder do Público
 THNMPP = Total Haveres Não Monetários em Poder do Público
 THFPP = Total Haveres Financeiros em Poder do Público

TABELA 11

1986 - PRINCIPAIS HAVERES FINANCEIROS - PARTICIPAÇÃO PERCENTUAL

	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ
PMPP	2,41	2,00	2,53	3,25	3,61	3,66	3,87	4,17	4,22	4,34	4,73	5,44
DV	8,85	9,09	15,42	17,91	20,12	22,82	22,43	22,69	24,13	23,49	23,87	24,05
THM	11,26	11,09	17,95	21,16	23,73	26,48	26,30	26,86	28,35	27,83	28,60	29,50
DP	29,24	29,69	25,69	23,96	23,24	22,88	23,27	22,62	23,55	21,78	21,51	21,36
DPF	18,63	19,58	17,36	16,44	15,29	14,70	15,34	16,84	18,78	19,57	20,89	18,88
LC	3,96	3,58	3,09	3,16	3,29	3,29	3,31	2,93	3,09	3,14	3,06	3,00
LI	0,02	0,02	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,02
TDPEM	4,55	4,45	4,24	4,30	4,19	4,49	4,54	4,41	4,41	4,35	4,28	3,98
TDPFPP	32,34	31,58	31,64	30,95	30,23	28,13	27,20	26,31	27,01	23,31	21,65	23,26
THNMPP	88,74	88,91	82,05	78,84	76,27	73,52	73,70	73,14	76,87	72,17	71,40	70,50
THFPP	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

OBS: FONTE BANCO CENTRAL BRASIL

VALORES DEFLACIONADOS PELO ISF - DI (FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS)

PMPP = Papel Moeda em Poder do Público

DV = Depósitos à Vista

THM = Total de Haveres Monetários

DP = Depósitos de Poupança

DPF = Depósitos a Prazo Fixo

LI = Letras Imobiliárias

TDPEM = Títulos da Dívida Pública Estadual e Municipal

TDPFPP = Títulos da Dívida Pública Federal em Poder do Público

THNMPP = Total Haveres Não Monetários em Poder do Público

THFPP = Total Haveres Financeiros em Poder do Público

LC = Letras de Câmbio

TABELA III

1986 - RENDIMENTOS REAIS DAS APLICAÇÕES FINANCEIRAS (EM %)

	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ
CDB/LC (90 dias ao portador)	-3,04	-1,52	1,01	0,16	-0,28	-0,07	0,25	0,21	0,94	0,62	-1,67	-3,07
POUPANÇA	0,50	0,50	1,30	0,41	-0,21	0,45	0,53	0,20	0,31	0,37	-2,12	-7,92
DURD (físico)	0,57	-0,41	5,02	13,60	2,69	0,06	18,16	-0,23	15,30	16,97	-7,03	-19,39
OVERNIGHT	-2,71	-1,85	0,73	0,10	-0,71	-0,44	-0,12	-0,14	0,07	-0,03	-2,47	-5,82
CDB/LC (60 dias)	--	--	0,98	-0,04	-0,33	-0,11	0,22	0,14	0,89	0,59	-1,65	-3,25
DURD (spot)	0,27	6,25	6,71	9,79	2,33	0,98	18,07	-0,92	14,17	8,60	-7,85	-15,14
DALAR PARALELO	-13,96	9,99	6,18	14,30	1,57	-0,30	13,48	2,45	4,30	13,82	-4,50	-14,52
BOLSA S.P.	-12,75	8,44	52,56	22,50	-12,24	-10,69	0,53	-19,03	-25,13	18,13	-25,16	-12,47
BOLSA R.J.	-8,52	-0,56	34,54	18,23	-3,33	-1,62	-6,91	-13,89	-24,46	12,71	-26,08	-17,23
INFLAÇÃO OFICIAL	16,23	14,36	-0,11	0,78	1,40	1,27	1,19	1,68	1,72	1,90	5,45	11,65

FONTE: CENTRO DE INFORMAÇÕES DA GAZETA MERCANTIL

TABELA IV

1987 - PRINCIPAIS HAVERES FINANCEIROS - EVOLUÇÃO REAL (DEZ/85 = 100)

	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ
PMPP	160,48	155,29	113,96	115,12	95,36	80,36	92,69	88,55	92,78	101,59	92,38	124,40
DV	176,52	161,05	168,38	108,40	84,72	93,59	91,00	98,16	97,51	95,89	97,64	104,85
THM	173,15	159,84	156,95	109,81	86,96	90,81	91,35	96,15	96,51	97,09	96,54	108,95
DP	92,42	100,53	109,67	108,37	107,05	106,33	115,32	117,71	119,21	116,95	113,54	119,61
DPF	135,04	130,52	110,59	100,70	93,22	78,00	84,13	80,81	72,41	66,62	69,11	75,88
LC	78,47	60,27	51,37	43,13	33,95	26,80	22,06	24,54	46,07	55,07	36,37	26,01
LI	159,51	138,88	121,13	100,69	78,97	62,69	57,33	54,98	50,82	45,77	39,98	34,50
TDPEN	100,83	90,55	131,32	124,34	116,62	114,38	122,69	120,41	121,73	117,99	122,83	140,36
TDPFPP	88,00	93,65	93,54	94,42	102,98	94,87	96,01	95,96	98,24	102,31	105,20	102,57
THNMPP	99,71	99,30	102,13	97,34	99,54	92,55	97,30	97,32	97,92	97,72	97,62	100,36
THFPP	109,94	107,73	109,76	99,05	97,79	92,31	96,47	97,16	97,72	97,64	97,47	101,55

OBS: FONTE BANCO CENTRAL BRASIL

VALORES DEFLACIONADOS PELO ISF - DI (FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS)

PMPP = Papel Moeda em Poder do Público

DV = Depósitos à Vista

THM = Total de Haveres Monetários

DP = Depósitos de Poupança

DPF = Depósitos a Prazo Fixo

LC = Letras de Câmbio

LI = Letras Imobiliárias

TDPEN = Títulos da Dívida Pública Estadual e Municipal

TDPFPP = Títulos da Dívida Pública Federal em Poder do Público

THNMPP = Total Haveres Não Monetários em Poder do Público

THFPP = Total Haveres Financeiros em Poder do Público

TABELA V

1987 - PRINCIPAIS HAVERES FINANCEIROS - PARTICIPAÇÃO PERCENTUAL

	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ
PMPP	4,27	4,22	3,04	3,40	2,85	2,55	2,81	2,67	2,78	3,04	2,77	3,58
DV	17,67	16,45	16,89	12,04	9,54	11,16	10,38	11,12	10,98	10,81	11,03	11,36
THM	21,94	20,67	19,92	15,44	12,39	13,71	13,19	13,79	13,76	13,85	13,80	14,95
DP	22,76	25,27	27,06	29,62	29,65	31,19	32,37	32,81	33,03	32,44	31,55	31,89
DPF	22,76	22,49	18,70	18,86	17,69	15,68	16,19	15,44	13,75	12,66	13,16	13,87
LC	2,92	2,29	1,91	1,78	1,42	1,19	0,93	1,03	1,93	2,30	1,52	1,05
LI	0,02	0,02	0,02	0,02	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
TDPEM	3,82	3,50	4,98	5,23	4,97	5,16	5,30	5,16	5,19	5,03	5,25	5,76
TDPFPP	25,74	27,96	27,41	30,65	33,87	33,06	32,01	31,77	32,33	33,70	34,71	32,48
THNMPP	78,06	79,33	80,08	84,56	87,61	86,29	86,81	86,21	86,24	86,15	86,20	85,05
THFPP	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

OBS: FONTE BANCO CENTRAL BRASIL

VALORES DEFLACIONADOS PELO IGP - DI (FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS)

PMPP = Papel Moeda em Poder do Público
 DV = Depósitos à Vista
 THM = Total de Haveres Monetários
 DP = Depósitos de Poupança
 DPF = Depósitos a Prazo Fixo
 LI = Letras Imobiliárias

TDPEM = Títulos da Dívida Pública Estadual e Municipal
 TDPFPP = Títulos da Dívida Pública Federal em Poder do Público
 THNMPP = Total Haveres Não Monetários em Poder do Público
 THFPP = Total Haveres Financeiros em Poder do Público
 LC = Letras de Câmbio

TABELA VI

1987 - RENDIMENTOS REAIS DAS APLICAÇÕES FINANCEIRAS (EM %)

	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ
CDB/LC pós-fixado (60 dias nominativo)	-2,15	6,14	-0,51	-3,70	1,36	-6,05	6,29	2,09	2,76	0,75	1,31	0,99
POUPANÇA	0,50	5,49	0,50	0,50	0,70	-5,91	5,69	1,64	2,18	0,50	0,50	0,50
DURO (físico)	-9,78	11,03	-18,83	-2,85	-3,30	4,38	7,33	-3,73	4,09	1,39	0,18	-0,41
OVERNIGHT	-4,98	4,97	-1,84	-4,68	1,15	-6,38	5,69	1,64	2,18	0,25	0,14	0,21
CDB/LC prefixado (60 dias nominativo)	-3,15	2,88	0,44	-4,40	-3,58	-8,27	4,22	1,88	4,80	1,83	1,69	3,04
DURO (spot)	-12,82	14,02	-21,33	1,04	-2,54	3,77	6,96	-3,03	3,53	1,64	0,39	2,79
DALAR PARALELO	-17,85	7,61	-18,05	-7,68	-9,15	13,17	3,87	-3,05	4,73	-3,92	-0,38	5,97
BOLSA S.P.	-34,33	-15,51	-15,19	6,89	-27,39	16,22	19,50	-15,35	22,09	-26,09	-9,99	-11,77
BOLSA R.J.	-31,01	-19,84	-13,16	4,35	-21,48	22,69	18,08	-15,74	20,08	-22,15	-7,75	-4,45
INFLAÇÃO OFICIAL	16,82	13,94	14,40	20,96	23,21	26,06	3,05	6,36	5,68	9,18	12,84	14,14

FONTE: CENTRO DE INFORMAÇÕES DA GAZETA MERCANTIL

TABELA VII

1988 - PRINCIPAIS HAVERES FINANCEIROS - EVOLUÇÃO REAL (DEZ/85=100)

	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ
PMPP	93,83	78,34	86,85	78,48	68,16	68,40	68,62	58,28	66,45	67,49	59,83	92,20
DV	78,83	76,62	70,94	67,59	70,17	67,03	59,62	54,95	53,67	56,09	53,63	56,91
THM	82,07	76,98	74,28	69,93	69,75	67,32	61,51	55,65	56,36	58,48	54,93	64,32
DP	117,49	122,53	128,22	124,54	123,70	123,50	126,11	127,06	125,49	123,23	122,42	123,60
DPF	73,21	72,17	72,84	68,39	68,87	69,71	70,85	72,29	69,52	67,64	66,68	76,50
LC	23,20	21,26	19,07	18,55	16,72	16,20	15,93	15,02	13,27	13,21	12,60	11,28
LH	77,89	66,22	56,02	46,57	77,89	64,45	53,04	64,73	51,47	67,25	31,53	57,17
TDPEM	139,48	137,42	136,25	136,39	135,35	132,15	127,98	127,71	124,14	120,42	119,45	118,79
TDPFPP	106,27	101,38	95,73	102,29	105,10	120,29	120,62	129,05	122,35	116,91	117,41	126,50
THNMPP	100,33	99,67	99,33	99,65	100,40	106,02	107,01	110,70	106,86	103,51	103,15	108,97
THFPP	109,22	96,51	95,84	95,50	96,13	100,62	100,67	103,03	99,82	97,24	96,44	102,75

OBS: FONTE BANCO CENTRAL BRASIL

VALORES DEFLACIONADOS PELO IGP - DI (FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS)

PMPP	=	Papel Moeda em Poder do Público	TDPEM	=	Titulos da Dívida Pública Estadual e Municipal
DV	=	Depósitos à Vista	TDPFPP	=	Titulos da Dívida Pública Federal em Poder do Público
THM	=	Total de Haveres Monetários	THNMPP	=	Total Haveres Não Monetários em Poder do Público
DP	=	Depósitos de Poupança	THFPP	=	Total Haveres Financeiros em Poder do Público
DPF	=	Depósitos a Prazo Fixo	LC	=	Letras de Câmbio
LH	=	Letras Hipotecárias			

TABELA VIII

1988 - PRINCIPAIS HAVERES FINANCEIROS - PARTICIPAÇÃO PERCENTUAL

	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ
PMPP	2,81	2,37	2,65	2,40	2,08	1,99	1,99	1,65	1,95	2,03	1,81	2,62
DV	8,88	8,74	8,15	7,80	8,03	7,33	6,52	5,88	5,92	6,35	6,13	6,10
THM	11,69	11,11	10,80	10,20	10,11	9,32	8,51	7,53	7,87	8,38	7,94	8,72
DP	32,54	34,38	36,23	35,31	34,84	33,24	33,92	33,40	34,04	32,94	34,38	32,58
DPF	13,90	13,88	14,10	13,29	13,30	12,86	13,06	13,02	12,93	12,91	12,83	13,81
LC	0,97	0,90	0,81	0,79	0,72	0,66	0,68	0,60	0,55	0,55	0,52	0,46
LH	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
TDPEM	5,94	5,94	5,92	5,95	5,86	5,46	5,29	5,16	5,18	5,16	5,16	4,82
TDPFPP	34,95	33,79	32,13	34,45	35,16	38,45	38,53	40,28	39,42	38,67	39,16	39,60
THNMPP	88,31	88,99	89,20	89,80	89,89	90,68	91,49	92,47	92,13	91,62	92,06	91,28
THFPP	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

OBS: FONTE BANCO CENTRAL BRASIL

VALORES DEFLACIONADOS PELO IGP - DI (FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS)

PMPP = Papel Moeda em Poder do Público

DV = Depósitos à Vista

THM = Total de Haveres Monetários

DP = Depósitos de Poupança

DPF = Depósitos a Prazo Fixo

LH = Letras Hipotecárias

TDPEM = Títulos da Dívida Pública Estadual e Municipal

TDPFPP = Títulos da Dívida Pública Federal em Poder do Público

THNMPP = Total Haveres Não Monetários em Poder do Público

THFPP = Total Haveres Financeiros em Poder do Público

LC = Letras de Câmbio

TABELA IX

1989 - PRINCIPAIS HAVERES FINANCEIROS - EVOLUÇÃO REAL (DEZ/85 = 100)

	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ
PMPP	65,89	64,27	74,83	87,10	85,36	89,52	67,71	61,94	66,99	57,03	63,02	94,42
DV	55,11	51,09	51,84	79,12	64,09	53,91	43,31	36,61	34,16	35,65	32,89	38,98
THM	57,38	53,85	56,67	80,80	68,55	61,39	49,22	41,93	41,05	40,14	39,21	50,62
DP	113,61	124,72	143,75	160,08	150,06	130,52	115,73	109,08	99,52	94,87	86,24	81,48
DPF	47,48	38,11	38,95	40,43	49,92	57,61	47,27	47,80	45,05	45,76	50,69	61,90
LC	8,32	6,55	7,22	6,48	7,44	7,16	4,41	4,06	4,04	4,11	4,27	4,22
LH	47,79	2819,50	2152,54	3785,11	5808,85	5827,70	5616,08	5910,12	5935,88	4611,64	5379,42	5474,45
TDPEM	141,49	149,15	171,72	181,31	177,79	177,33	170,86	168,13	165,67	174,67	186,76	196,56
TDPFPP	107,91	125,23	148,07	157,30	144,60	143,65	138,41	139,30	135,25	137,48	137,88	150,35
THNMPP	93,56	102,30	118,01	127,64	122,04	117,16	107,83	106,09	100,87	100,58	99,82	105,89
THFPP	88,52	95,55	109,46	121,12	114,59	109,39	99,67	97,16	92,54	92,16	91,37	98,19

OBS: FONTE BANCO CENTRAL BRASIL

VALORES DEFLACIONADOS PELO IGP - DI (FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS)

PMPP = Papel Moeda em Poder do Público
 DV = Depósitos à Vista
 THM = Total de Haveres Monetários
 DP = Depósitos de Poupança
 DPF = Depósitos a Prazo Fixo
 LC = Letras de Câmbio
 LH = Letras Hipotecárias

TDPEM = Títulos da Dívida Pública Estadual e Municipal
 TDPFPP = Títulos da Dívida Pública Federal em Poder do Público
 THNMPP = Total Haveres Não Monetários em Poder do Público
 THFPP = Total Haveres Financeiros em Poder do Público

TABELA X

1989 - PRINCIPAIS HAVERES FINANCEIROS - PARTICIPAÇÃO PERCENTUAL

	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ
PMPP	2,18	1,97	2,00	2,10	2,18	2,39	1,99	1,87	2,12	1,81	2,02	2,81
DV	6,85	5,88	5,21	7,19	6,16	5,43	4,89	4,14	4,06	4,26	3,96	4,37
THM	9,03	7,85	7,21	9,29	8,34	7,82	6,88	6,01	6,18	6,07	5,98	7,18
DP	34,76	35,35	35,56	35,79	35,46	32,31	31,44	30,40	29,12	27,87	25,56	22,47
DPF	9,95	7,40	6,60	6,20	8,09	9,77	8,80	9,13	9,04	9,22	10,30	11,70
LC	0,38	0,28	0,28	0,23	0,26	0,27	0,19	0,18	0,18	0,18	0,19	0,18
LH	0,01	0,47	0,31	0,49	0,80	0,84	0,89	0,96	1,01	0,79	0,93	0,88
TDPEM	6,66	6,50	6,53	6,23	6,46	6,75	7,14	7,21	7,46	7,89	8,51	8,34
TDPFPP	39,21	42,15	43,51	41,77	40,59	42,24	44,66	46,11	47,01	47,98	48,53	49,25
THNMPP	90,97	92,15	92,79	90,71	91,66	92,18	93,12	93,99	93,82	93,93	94,02	92,82
THFPP	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

OBS: FONTE BANCO CENTRAL BRASIL

VALORES DEFLACIONADOS PELO IGP - DI (FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS)

PMPP = Papel Moeda em Poder do Público
 DV = Depósitos à Vista
 THM = Total de Haveres Monetários
 DP = Depósitos de Poupança
 DPF = Depósitos a Prazo Fixo
 LH = Letras Hipotecárias

TDPEM = Títulos da Dívida Pública Estadual e Municipal
 TDPFPP = Títulos da Dívida Pública Federal em Poder do Público
 THNMPP = Total Haveres Não Monetários em Poder do Público
 THFPP = Total Haveres Financeiros em Poder do Público
 LC = Letras de Câmbio

TABELA XI

	1989											
	RENDIMENTOS REAIS (EM %)											
	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ
BOLSA (SP)	-42,48	48,34	36,06	48,99	-2,25	-53,52	31,64	-4,09	8,48	10	-35,7	29,4
BOLSA (RJ)	-39,66	43,03	31,13	46,67	3,98	-50,78	29,63	-5,69	4,86	23,5	-4,2	8,9
CDB/LC Pre (60 dias)	-41,27	15,74	8,35	5,47	5,66	3,69	5,13	5,06	3,63	-	-	-
CDB/LC Pre (30 dias)	-	-	-	-	-	-	4,35	3,25	3,54	5,3	0,84	-1,74
POUPANCA	-27,78	14,82	13,5	3,92	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
CDB/LC Pos (60 dias)	-36,72	-	-	-	-	1,44	2,76	5,15	3,84	-	-	-
OVERNIGHT	-27,94	14,82	13,5	3,05	0,52	0,75	2,13	2,99	1,06	4,71	2,85	4,47
OURD (físico)	-29,11	3,51	6,37	19,74	12,92	-13,88	-7,69	-10,25	23,28	3,1	-17,7	7,5
OURD (spot)	-29,88	3,31	5,69	21,14	12,64	-13,46	-7,9	-10,23	23,68	-	-	-
DOLAR PARALELO	-24,59	5,18	4,24	18,96	19	14,53	-10,57	-4,38	12,68	18,1	-16,6	22,7

FONTE: CENTRO DE INFORMACOES DA GAZETA MERCANTIL
CENARIOS - MARÇO DE 1990

TABELA XII

1990 - PRINCIPAIS HAVERES FINANCEIROS - EVOLUÇÃO REAL (DEZ/85 = 100)

	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ
PMPP	52,55	53,24	96,36	128,00	154,36	145,32	117,36	119,58	124,63	102,11	107,59	143,79
DV	28,84	34,57	45,55	54,47	68,31	63,86	61,17	57,92	60,17	54,30	53,45	61,39
THM	33,82	38,49	56,21	69,91	86,38	80,96	72,97	70,86	73,70	64,34	64,82	78,69
DP	70,91	85,00	37,49	42,40	35,91	33,50	36,93	37,98	37,53	37,78	36,00	37,98
DPF	48,95	41,56	20,91	26,39	32,17	46,82	49,25	53,01	60,54	63,84	61,14	58,59
LC	3,09	3,13	1,95	2,37	2,72	2,83	3,01	3,45	3,87	3,56	3,20	3,51
LH	4915,69	5063,13	5248,50	6099,47	5366,82	5215,34	4651,06	4312,40	4327,15	3469,81	3262,93	3574,75
TDPEM	201,20	211,37	160,52	163,00	149,59	147,13	149,05	146,79	149,44	150,54	161,05	165,99
TDPFPP	119,08	115,11	19,09	29,34	36,27	32,64	32,98	31,27	27,35	27,84	26,67	25,46
VDB	-	-	100,00	113,92	90,61	90,50	86,33	82,87	82,71	83,37	82,89	82,92
THNMPP	88,15	92,02	61,44	72,36	66,34	67,46	67,97	67,31	67,37	68,48	67,21	67,16
THFPP	80,58	82,84	60,71	72,02	69,34	69,34	68,67	67,80	68,26	67,90	66,88	68,76

OBS: FONTE BANCO CENTRAL BRASIL

VALORES DEFLACIONADOS PELO IGP - DI (FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS)

PMPP = Papel Moeda em Poder do Público
DV = Depósitos à Vista
THM = Total de Haveres Monetários
DP = Depósitos de Poupança
DPF = Depósitos a Prazo Fixo
LC = Letras de Câmbio

TDPEM = Títulos da Dívida Pública Estadual e Municipal
TDPFPP = Títulos da Dívida Pública Federal em Poder do Público
THNMPP = Total Haveres Não Monetários em Poder do Público
THFPP = Total Haveres Financeiros em Poder do Público
VDB = Valores à Ordem do Banco Central
LH = Letras Hipotecárias

TABELA XIII

1990 - PRINCIPAIS HAVERES FINANCEIROS - PARTICIPAÇÃO PERCENTUAL

	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ
PMPP	1,91	1,88	4,64	5,20	6,52	6,13	5,00	5,16	5,34	4,40	4,70	6,11
DV	3,94	4,59	8,26	8,32	10,84	10,14	9,81	9,40	9,70	8,80	8,80	9,83
THM	5,85	6,47	12,90	13,52	17,36	16,27	14,81	14,56	15,04	13,20	13,50	15,94
DP	23,83	27,78	16,72	15,94	14,03	13,07	14,56	15,17	14,82	15,07	14,58	14,95
DPF	11,27	9,31	6,39	6,80	8,61	12,53	13,31	14,51	16,46	17,45	16,97	15,81
LC	0,16	0,15	0,13	0,13	0,16	0,17	0,18	0,21	0,23	0,21	0,20	0,21
LH	0,96	0,97	1,37	1,34	1,22	1,19	1,07	1,01	1,00	0,81	0,77	0,82
TDPEM	10,40	10,63	11,01	9,43	8,98	8,84	9,04	9,02	9,12	9,23	10,03	10,05
TDPFPP	47,53	44,69	10,11	13,10	16,82	15,14	15,45	14,83	12,89	13,19	12,82	11,91
VOB	-	-	41,37	39,73	32,82	32,78	31,58	30,70	30,44	30,84	31,13	30,29
THNMPP	94,15	93,53	87,10	86,48	82,64	83,73	85,19	85,44	84,96	86,80	86,50	84,06
THFPP	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

OBS: FONTE BANCO CENTRAL BRASIL

VALORES DEFLACIONADOS PELO IGP - DI (FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS)

PMPP = Papel Moeda em Poder do Público
 DV = Depósitos à Vista
 THM = Total de Haveres Monetários
 DP = Depósitos de Poupança
 DPF = Depósitos a Prazo Fixo
 LC = Letras de Câmbio

TDPEM = Títulos da Dívida Pública Estadual e Municipal
 TDPFPP = Títulos da Dívida Pública Federal em Poder do Público
 THNMPP = Total Haveres Não Monetários em Poder do Público
 THFPP = Total Haveres Financeiros em Poder do Público
 VOB = Valores à Ordem do Banco Central
 LH = Letras Hipotecárias

TABELA XIV

1990 - RENDIMENTOS REAIS DAS APLICAÇÕES FINANCEIRAS (EM %)

	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ
CDB/LC pós-fixado (60 dias nominativo)	6,64	5,24	3,22	-3,19	2,58	1,41	1,09	2,04	2,79	4,82	3,40	2,66
FOUPANÇA	0,50	0,50	0,50	-2,70	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
DURO (físico)	-2,88	8,11	-62,25	40,16	9,62	-8,59	-9,55	-1,32	2,96	3,42	29,43	-6,71
OVERNIGHT	4,72	3,34	-25,26	-0,59	-0,53	-0,99	1,71	-0,80	-2,55	-2,96	-2,38	-1,33
CDB/LC prefixado (30 dias nominativo)	14,44	5,81	-10,45	9,26	2,58	-0,65	0,75	0,38	1,00	4,19	2,91	-0,34
DURO (spot)	-2,59	6,57	-84,57	39,58	9,62	-5,38	-9,31	-7,33	2,91	3,52	29,33	-6,37
DALAR PARALELO	-7,81	0,32	-45,75	10,27	12,85	-9,81	-16,33	-8,78	-2,57	10,54	26,51	-6,15
BOLSA S.P.	4,47	-4,41	-76,22	107,43	-10,85	9,77	52,78	-23,97	-18,36	-32,05	27,34	-20,52
BOLSA R.J.	0,45	14,20	-70,81	76,91	-13,20	4,24	41,11	-25,35	-17,80	-26,40	25,53	-16,02
INFLAÇÃO OFICIAL	56,11	72,78	84,32	3,29	5,38	9,61	10,79	10,58	12,85	13,71	16,64	19,39

FONTE: CENTRO DE INFORMAÇÕES DA GAZETA MERCANTIL

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- Azzoni, C.R. (1986). A (Des)inflação monetária. In: O Plano Cruzado na visão de economistas da USP. São Paulo, Pioneira, 1986.
- Brant, P.E.R. e Lima, J.H. (1987). O Programa de Estabilização e os Bancos. In: Plano cruzado : ataque e defesa. Rio de Janeiro, Forense, 1987.
- Carneiro, R. (1987). A Trajetória do Cruzado. In: Carneiro, R. (org.) A Política Econômica do Cruzado. São Paulo, Bienal, 1987.
- Carvalho, C.E. (1990). Liquidez e choques antiinflacionários. São Paulo, xerox, 1990.
- Costa, F.N. (1986). Ajuste-desajuste-reajuste: o sistema financeiro na crise dos anos 80. In: Análise e conjuntura 1(3). Belo Horizonte, set./dez. 1986.
- Costa, F.N. (1987). Dois passos adiante, um passo atrás. In: Carneiro, R. (org.) A Política Econômica do Cruzado. São Paulo, Bienal, 1987.
- Costa, F.N. (1988). Política Monetária Ativa e Instabilidade Financeira. In: Carneiro, R.(org.) A Heterodoxia em Xequê. São Paulo, Bienal, 1988.

- Costa, F.N. (1990a). Estado de Confiança e Hiperinflação. In: Rego, J.M. (org.) Inflação e Hiperinflação: interpretações e retórica. São Paulo, Bienal, 1990.
- Costa, F.N. (1990b). Financiamento e plano de estabilização. Campinas, texto de discussão do CECON-IE UNICAMP numero 13, 1990.
- Costa, F.N. (1991). A Liberação dos Cruzados Novos. Campinas, xerox, agosto/1991.
- Del Monaco, J.M.B. (1986). A Remonetização da Economia. In: O plano Cruzado na visão de economistas da USP. São Paulo, Pioneira, 1986.
- Del Monaco, J.M.B. (1986). O Plano Cruzado e a Composição dos Ativos Financeiros. In: O Plano Cruzado na visão de economistas da USP. São Paulo, Pioneira, 1986.
- Gontijo, C. (1987). Efeitos do Plano Cruzado sobre as Empresas e a Administração Empresarial. In: Plano Cruzado: ataque e defesa. Rio de Janeiro, Forense, 1987.
- Nassif, L. (1986). O Cruzado - por dentro do choque. São Paulo, Cultura, 1986.
- Oliveira, F.A. e Biasoto Jr., G. (1990). A economia e a política econômica em 1989. In: Oliveira F.A. e Biasoto Jr., G. (org.) A Política Econômica no limiar da Hiperinflação. São Paulo-Campinas, Hucitec, 1990.

- Oliveira, F.A. (1991). A Política Econômica da Recessão. In: Oliveira, F.A. (org.) A Economia Brasileira em Preto e Branco. São Paulo-Campinas, Hucitec, 1991.

- Régio, E.C.L. (1990). Política Monetária: o último recurso contra a hiperinflação. In: Oliveira, F.A. e Biasoto Jr., G. (org.) A Política Econômica no limiar da Hiperinflação. São Paulo-Campinas, Hucitec, 1990.

- Régio, E.C.L. (1991). Política Monetária em 1990: alterações e limites. In: Oliveira, F.A. (org.) A Economia Brasileira em Preto e Branco. São Paulo-Campinas, Hucitec, 1991.