

# A INFLUÊNCIA DA SEMÂNTICA NA POLÍTICA ECONÔMICA BRASILEIRA

Luiz Victor Nogueira MAGALHÃES\*

- **Resumo:** Durante os últimos 25 anos, e, particularmente, desde a Administração Sarney, as autoridades econômicas brasileiras vêm insistindo no erro de considerar o crescimento da dívida mobiliária federal como consequência dos déficits fiscais.

Todo aumento das reservas internacionais de um país é seguido, necessariamente, por aumento dos meios de pagamento. Assim, quando as autoridades emitem dívida com o propósito exclusivo de neutralizar este aumento dos meios de pagamento, elas incorrem em um sério erro semântico, que leva ao uso de um instrumento de política fiscal (aumento de impostos) para lidar com um problema monetário (redução dos meios de pagamento).

Como nossas autoridades acreditam que o aumento das reservas internacionais é meta a ser alcançada, e, portanto, emitem dívida, o peso do serviço da dívida interna no orçamento da União jamais será reduzido, não importando a abrangência e o peso

---

\* Professor do Programa de Pós-graduação em Administração: gestão empresarial da FACEF – Franca-SP ex-economista do Fundo Monetário Internacional em Washington DC - USA; e ex-assessor do Ministro do Planejamento no período de 1971-79.

tributário da reforma fiscal que a Administração Federal conseguir extrair do Congresso.

- **Palavras-chave:** Dívida mobiliária federal, Escotomização, Orçamento monetário, Contas fiscais, Contas monetárias.

*"Pior é ter mau médico do que estar enfermo"*  
(Quevedo y Villegas, citado por Sérgio V. Fonseca em artigo no Jornal do Brasil, de 12 de outubro de 1980)

Na esteira da privatização do sistema telefônico brasileiro a imprensa deu destaque ao destino que a Administração Federal daria aos recursos arrecadados. A viúva do Ministro Sérgio Motta, fiel à memória do marido, procurou convencer o Presidente da República a usar os recursos da privatização em projetos sociais. Ele, entretanto, convencido das razões de sua equipe econômica, vai usar estes recursos para amortizar a dívida pública federal e, como prêmio de consolação, informa à nação que parte da economia gerada pelo menor dispêndio com juros será destinada a projetos sociais.

A jornalista Maria Clara R.M. do Prado, em artigo na Gazeta Mercantil (*O parentesco dos déficits*, 12/06/98) explica que "quando pega dólares no mercado para financiar o desequilíbrio externo, o governo vende títulos do Tesouro Nacional para enxugar os reais emitidos a partir da troca dos dólares pela moeda nacional."

O jornal Folha de São Paulo, no artigo *Medidas de FHC custarão até R\$ 12,6 bi*, publicado em, 28/06/98 analisando o impacto de medidas adotadas pela Administração Federal para combater a queda de popularidade do presidente, observa que, no financiamento para a próxima safra agrícola, o Tesouro Nacional gastará cerca de R\$ 850 milhões "para compensar os bancos por emprestarem a taxas menores daquelas que pagam na captação do dinheiro."

Finalmente, o presidente do Instituto Vox Populi, Marcos Coimbra, em entrevista à revista *Veja (Como vota o Brasil*, 1/7/98), observa que "o eleitor está descontente com o que aconteceu com ele e com o país depois da estabilização econômica. Isto não significa, porém, que ele rejeite as privatizações. Significa que ele apoiou as medidas de estabilização esperando que elas gerassem benefícios para ele

próprio. Como o tempo passou e ele continua sem ver mais escolas nem melhorias na saúde, fica decepcionado.”

Entre estas notícias, aparentemente não relacionadas, existe um forte nexos causal produto do erro semântico que vêm caracterizando a política econômica brasileira, nos últimos 25 anos.

No passado recente, era voz comum, entre aqueles que interpretam a economia brasileira, a afirmação de que para estabilizar a moeda necessitávamos de equilíbrio fiscal. Hoje, estes mesmos intérpretes afirmam que para preservar as conquistas do Real e voltar a crescer é necessário resolver o problema fiscal, definido aqui como excesso dos gastos públicos sobre as receitas fiscais. Afirmam, ademais, que o nosso manejo monetário é tão eficiente que deveríamos ter um banco central independente para preservá-lo das influências políticas.

Nestas interpretações, superficialmente tão incontestáveis, reside o erro semântico que vem confundindo a cabeça daqueles que se metem a elaborar e a analisar os planos econômicos que tanto têm afetado a vida de todos nós.

Como veremos mais adiante, o nosso problema não é fiscal, embora possamos e devamos melhorar a eficácia dos dispêndios públicos, e a nossa política monetária deixa muito a desejar.

### Semântica e escotomização

Na Encyclopedia Britannica, *semântica*, como doutrina filosófica, é definida como as diversas maneiras pelas quais o significado das palavras e de outros símbolos influencia as respostas das pessoas a outras pessoas e ao meio em que vivem.

As palavras funcionam como os ícones, tão comuns nos programas de computador. Ao acionarmos um determinado ícone, iniciamos uma seqüência de procedimentos, seqüência esta que foi previamente convencionalizada e que pode mudar de programa para programa ( de país para país ) ou de operador para operador ( de época para época ).

Assim quando falamos para um economista, não iniciado no *dialeto economês brasileiro* que o Brasil tem um grave e persistente déficit fiscal, que vem sendo financiado

pela emissão de dívida pública, ele imagina, em princípio, uma situação em que as receitas do Tesouro Brasileiro são consistentemente inferiores aos dispêndios públicos, daí resultando pressões de demanda que alimentam o processo inflacionário. Como solução ele sugeriria, também em princípio, a adoção de uma abrangente reforma fiscal que aumentasse a arrecadação e reduzisse os gastos.

Ao acionar o ícone *problema fiscal*, este economista estaria tão somente iniciando a seqüência de procedimentos, criada pela teoria econômica convencional, a qual lhe foi ensinada na universidade.

Ao analisar os detalhes do *problema fiscal* brasileiro, o economista usaria um procedimento tipo *if*, tão comum nas planilhas eletrônicas de cálculo. Se as receitas fiscais são consistentemente inferiores às despesas fiscais, então o problema é de natureza fiscal e sua solução passa necessariamente por um aumento de arrecadação, por uma redução de gastos ou por ambos.

Em contraposição, se as receitas não são inferiores às despesas, mas a dívida mobiliária está crescendo, os motivos para este crescimento devem ser buscados em outros setores da economia e não no setor fiscal, e a sugestão

inicialmente feita de uma reforma fiscal abrangente deve ser reconsiderada.

Epictetus, filósofo grego que viveu no início da Era Cristã, dizia que lhe incomodava não como as coisas eram, mas como as pessoas pensavam que elas eram. Hoje, falamos de profecias realizáveis para identificar as previsões feitas por uma pessoa que, acreditando ser verdade algo que não é, passa a agir com base nesta crença.

Na psiquiatria, quando um paciente se recusa a ver claramente uma determinada realidade diz-se que ele sofre de um processo de escotomização, termo que vem de *escotoma*, uma mancha negra no campo de visão produzida por hemorragia na retina ou por uma lesão nas vias óticas.

O processo de escotomização pode ser visto como um mecanismo de defesa ou como uma forma de resistência do paciente em admitir algo que não lhe seja agradável, ou que lhe seja penoso recordar. Assim, o primeiro, e quase único trabalho do psiquiatra é ajudar o paciente a desvelar este escotoma

para que ele possa iniciar, por si próprio, um processo de volta à realidade.

Quando se analisa o comportamento e as idéias dos formuladores de política econômica no Brasil - dentro e fora do governo - vemos que eles padecem de dois escotomas básicos e entrelaçados:

1) admitem que a dívida pública interna do Governo Federal é de natureza fiscal. Assim, como o serviço desta dívida supera o chamado superávit primário ( receitas menos despesas ), sem um ajuste fiscal profundo, o Brasil não voltará a crescer em ambiente de estabilidade monetária. O Tesouro continuará forçando um banco central tutelado a emitir moeda e/ou títulos de dívida; e

2) com a sofisticação atual dos mercados financeiros, o único instrumento realmente eficaz de política monetária para eliminar as pressões inflacionárias é a fixação da taxa referencial de juros, mesmo com o risco de agravar o problema fiscal.

Para complicar ainda mais o quadro, esse segundo escotoma gerou uma realidade de balanço de pagamentos que nos preocupa, sobretudo, porque, inseridos no processo de globalização, não podemos adotar medidas exclusivamente nacionais para corrigir o nosso desequilíbrio externo.

## O funcionamento básico de qualquer sistema econômico

O funcionamento de uma economia, independentemente do sistema político ou distributivo vigente, pode ser explicado pela interação de cinco setores básicos:

*Setor das famílias*, constituído pelas pessoas físicas, que compõem a força de trabalho e que recebem salários, aluguéis, dividendos, juros e outras rendas;

*Setor das empresas*, composto pelas pessoas jurídicas de direito público e privado que produzem bens e serviços não-financeiros;

*Setor governo*, que engloba fundamentalmente a gestão política da sociedade, mas que pode, também, abarcar algumas funções econômicas, como a promoção de certas atividades via incentivos fiscais;

*Setor bancos*, cuja função principal é a de intermediar as operações financeiras, direcionando a poupança de um setor para aplicação em outro setor; e

*Setor externo*, ou seja o mundo além das fronteiras políticas do país.

Na formulação da política econômica, é fundamental que os universos desses cinco setores básicos sejam claramente definidos. No *setor governo*, não devem ser incluídas as

empresas estatais que produzem bens e serviços, as quais, mesmo quando exercendo, por delegação, funções típicas de governo, são entidades que buscam, pelo menos teoricamente, o lucro, identificando-se assim com as demais empresas de capital majoritariamente privado.

Também no *setor governo*, não devemos incluir o banco central, pois sua função básica é a de orientar o processo de intermediação financeira. Pela delegação política que lhe foi conferida pela sociedade, o *setor governo* tem o poder de tributar. Pela mesma delegação política, o banco central tem o poder de emitir moeda, seguindo mecanismos típicos do *setor bancos* e que não devem ser confundidos com os mecanismos de tributação típicos do *setor governo*.

Como na maioria dos países, o acesso ao banco central, ou seja àquele que tem o poder de emitir moeda, é limitado aos intermediários financeiros e ao governo central, para que uma política fiscal seja eficaz ela deve estabelecer metas e parâmetros de comportamento apenas para o Tesouro Nacional. Interferir nas finanças estaduais e municipais requer um complicado jogo político, cujos resultados quase sempre são inferiores aos custos dos mecanismos adotados.

Devemos ver a política fiscal como um conjunto de regras para administrar adequadamente as atividades que a sociedade atribui ao setor governo. Dentre estas atividades não está o controle da demanda global e, por consequência, da estabilidade da moeda, que é função precípua da política monetária.

Neste contexto, vender *títulos do Tesouro Nacional para enxugar os reais emitidos a partir da troca dos dólares pela moeda nacional*, como estamos fazendo no Brasil é um grave erro semântico, que leva o formulador de política a sugerir o aumento de impostos, um instrumento de política fiscal, para enxugar a liquidez, gerada pelo aumento das reservas internacionais, um problema típico de política monetária.

Igualmente, quando se atribui ao Tesouro Nacional a responsabilidade pelo crédito ao setor agrícola a taxas de juros inferiores àquelas de mercado estamos cometendo um duplo erro, um erro semântico, semelhante ao descrito no parágrafo anterior, e um erro de lógica.

O *subsídio* ao setor agrícola a ser coberto pelo Tesouro equivale à diferença entre os juros cobrados nos empréstimos agrícolas e os juros teoricamente pagos pelos bancos em suas captações normais – a taxa de mercado.

Entretanto, como *funding* para os empréstimos agrícolas, os bancos, sobretudo o Banco do Brasil, usam recursos obtidos direta ou indiretamente no Banco Central, o qual não necessita cobrar dos bancos esta chamada taxa de mercado.

Ademais, não existe uma única taxa de mercado, ou seja, aquela taxa que equilibraria a oferta total de crédito com a demanda total de crédito. Na realidade, em qualquer mercado coexistem muitas taxas. Deste modo, o *subsídio* ao setor agrícola somente poderia ser calculado se arbitrássemos uma taxa de mercado e, em assim sendo, este *subsídio* poderia assumir qualquer valor, até mesmo zero.

### A política monetária

Para Jacob Viner (*Problems of Monetary Control, in Essays in International Finance, Princeton 1964*) os principais objetivos da política monetária são: a estabilização dos preços; a manutenção do pleno emprego; a manutenção do equilíbrio do balanço de pagamentos; e a obtenção de uma determinada taxa de crescimento do produto.

Com a implementação de uma política monetária, o banco central, como assessor do Ministro da Fazenda,

procura compatibilizar as metas monetárias (estabilização de preços e equilíbrio do balanço de pagamentos) com as metas reais (emprego e produto).

Esta compatibilização, ou a tentativa de alcançá-la, ocorre no contexto de um orçamento, o orçamento monetário, onde são agrupados todos os fluxos que entram e saem do *setor bancos*.

### O orçamento monetário

Para o exercício de orçamentação monetária, as contas consolidadas do sistema bancário são divididas em três grandes grupos: (a) reservas internacionais líquidas; (b) crédito interno líquido; e (c) meios de pagamento.

Embora existam muitas teorias para explicar a demanda por moeda, a mais simples e a mais eficaz, a curto prazo, e o orçamento monetário é um exercício de curto prazo, é a Teoria Quantitativa da Moeda que relaciona a variação no volume dos meios de pagamento ( $M$ ) com a variação dos preços ( $P$ ), admitindo-se como constante a velocidade-renda da moeda ( $C$ ) e como meta uma certa taxa de crescimento do produto interno bruto real ( $y$ ).

Assim, se o Ministro da Fazenda fixar como metas políticas uma inflação de 5% (variação de P) no período em que está sendo orçamentado, e um crescimento do PIB real de 4% (variação de Y), o Banco Central deve trabalhar com uma expansão dos meios de pagamento equivalente a 9,2% (variação de M).

Este crescimento dos meios de pagamento é, então, alocado pelo banco central em aumento das reservas internacionais líquidas (número gerado pelas projeções de balanço de pagamentos) e, por diferença, em aumento do crédito interno líquido.

Se este volume adicional de crédito for considerado politicamente adequado pelos setores atendidos, o orçamento monetário é aprovado e entra em sua fase de execução. Entretanto, se estes setores pressionarem politicamente o Ministro da Fazenda para aumentar o volume de crédito a eles destinado, uma nova versão da proposta de orçamento monetário deve ser preparada. No caso, o Banco Central, como órgão técnico, deve informar ao Ministro da Fazenda, ao político que assume a responsabilidade pública pela condução da política

monetária, que algumas das premissas adotadas na primeira versão devem ser modificadas.

Começando pela alternativa mais conservadora, o banco central poderia sugerir uma elevação da carga fiscal, acompanhada ou não de uma redução de gasto no *setor governo*, para equilibrar as contas deste setor e acomodar a maior expansão de crédito aos outros setores, sem modificar a meta de expansão dos meios de pagamento e, por decorrência, de inflação.

Outra alternativa seria usar as reservas internacionais. Por exemplo, facilitando as importações de bens de consumo e de insumos industriais, o *setor governo* permitiria ao *setor bancos* reduzir, em um primeiro momento, os meios de pagamento para, em seguida, conceder a expansão de crédito pretendida pelos outros setores, sem afetar a meta global de expansão monetária.

Finalmente, no outro extremo das opções políticas, para acomodar a expansão de crédito pretendida pelos *setores governo, empresas e famílias*, o Banco Central poderia sugerir a modificação da meta de crescimento do produto de 4% para 5% acompanhada pela manutenção da taxa de inflação em 5%. Ademais, a taxa de câmbio poderia



permanecer constante, o que seria um estímulo às importações, daí resultando um equilíbrio no balanço de pagamentos ou mesmo um déficit, ao invés do superávit, inicialmente projetado.

De todas as alternativas apresentadas, o político poderia achar a última delas a mais palatável, na medida que ela não exige sacrifícios explícitos. O orçamento monetário seria, então, aprovado e apresentado à sociedade, cabendo ao banco central, ao longo do ano, atuar sobre o multiplicador bancário, via redesconto e taxa de encaixe compulsório, sobre a taxa de câmbio e, com maior ou menor independência, sobre o crédito líquido ao *setor governo*.

**Assim funciona a orçamentação monetária como instrumento de compatibilização das metas monetárias com as metas reais.**

No Brasil, entretanto, procuramos, com a imaginação que julgamos ter, romper este determinismo. Criamos uma nova moeda, que não chamamos de moeda, para que todas as metas, mesmo as mais incompatíveis, fossem apresentadas de uma forma aparentemente compatível. Quando a mágica começou a ficar óbvia demais, simplesmente agregamos a função do Banco Central ao *setor*

*governo* e deixamos de elaborar o orçamento monetário como instrumento público.

Na essência, a mágica consiste em compatibilizar a demanda de crédito com as metas de balanço de pagamentos, inflação e crescimento real, utilizando a emissão de títulos da dívida pública, mesmo que a administração fiscal seja superavitária.

Teoricamente, se o *setor governo* fosse deficitário e os demais setores da economia estivessem dispostos a adquirir títulos da dívida pública, o déficit do *setor governo* seria coberto sem expansão monetária. Haveria, então, uma relação entre o *setor governo*, como emitente dos títulos, e os *setores empresas/famílias* como tomadores.

Contudo, se neste processo, o banco central, para aumentar a atratividade destes títulos, garantisse aos tomadores liquidez instantânea e permitisse que os bancos comerciais cumprissem com as obrigações de encaixe com estes títulos, estaria, na realidade, criando um novo ativo financeiro, tão líquido quanto os meios de pagamento na versão clássica.

## As contas fiscais

A despeito de tudo o que se comenta no Brasil sobre a crise fiscal, os números não confirmam este diagnóstico, quando se exclui das contas fiscais os encargos da dívida mobiliária federal e os encargos da renegociação da dívida externa que, tal como a dívida mobiliária federal, decorrem não de déficits fiscais, mas sim do manejo das contas monetárias, pelo Banco Central.

Aqui é importante insistir que, no contexto brasileiro, a emissão de dívida mobiliária pelo governo não guarda relação com a ocorrência de déficits fiscais, nem com o volume destes déficits, como *semanticamente* poderíamos esperar. Como já vimos, a dívida mobiliária federal vem sendo emitida por razões puramente de política monetária e tem características de meios de pagamento.

Nos últimos 20 anos, com exceção dos anos da Administração Sarney, as receitas fiscais superaram as despesas fiscais, gerando pequenos superávits (Quadro 1). Nos últimos anos, os dispêndios com pessoal e encargos vêm crescendo menos do que o conjunto dos demais itens de despesa, passando de 59%, no final da Administração Itamar, para 35,6%, em 1997. O problema do gasto público não reside no salário do servidor público. Não é o volume de gasto que deve ser questionado, mas a qualidade deste gasto.

## As contas monetárias

Finalmente, chegamos na verdadeira deficiência da política econômica que vem sendo implementada no Brasil nos últimos 20 anos: a política monetária.

**Em todos os períodos de governo e de vigência dos diversos planos nunca o crédito ao Tesouro Nacional foi o fator determinante da expansão dos meios de pagamento. (Quadro 2)**

A política monetária tem sido liberal na concessão de créditos e reagido passivamente aos aumentos nas reservas internacionais. O crescimento destas reservas é sempre, e necessariamente, seguido de emissão de moeda nacional. Entretanto, se o Banco Central houvesse implementado uma política monetária que visasse, realmente, a estabilização da moeda, teria contraído o crédito interno líquido para compensar a expansão dos meios de pagamento pelo crescimento das reservas.

Contudo, o Banco Central não apenas deixou de limitar o crédito interno, como também adotou, em todos esses anos, uma política absurda de substituir, contínua e deliberadamente, a moeda que não carrega juros (M1) por

outra moeda, a dívida mobiliária federal, que carrega seu próprio juro.

No período Geisel, para cada cruzeiro de M1 em circulação havia 57 centavos de dívida mobiliária em poder do público. Ao terminar a Administração Figueiredo esta relação já era de 1,17 unidades de dívida para cada unidade de M1.

No final da Administração Sarney parecia que esta relação havia chegado ao seu ponto mais alto: média de 6,43 durante a vigência do Plano Verão.

No período Collor, depois da monetização provocada pelo Plano Collor I, esta relação caiu para 0,92 no primeiro mês e ficou em torno de 1,00 até o início de 1992, quando, novamente, voltou a crescer; chegou, no último mês desta gestão, a 4,89, ficando a média da Administração Collor em 1,90.

Entretanto, foi na Administração Itamar que a opção pela expansão do componente dívida nos meios de pagamento foi inteiramente assumida como algo a ser estimulado. Nos meses que antecederam ao Real, a média foi de 9,19, caindo para a média de 2,08, nos primeiros seis

meses da nova moeda. No total desta administração, a média foi de 5,60.

Na atual Administração, a média nos primeiros 36 meses de governo foi de 3,03.

A lógica sobre a qual se baseia esta opção, parece ser a seguinte:

É salutar para o bom desempenho do plano econômico a acumulação de reservas.

Para atrair capitais externos, o mercado brasileiro deve oferecer taxas elevadas de juros tão maiores que aquelas que são praticadas nos principais mercados financeiros, que o diferencial de juros anule, nos investidores potenciais, o medo de assumir posições em um mercado tão instável como o brasileiro.

Como no Brasil, nenhum setor produtivo tem condições de pagar estas taxas de juros, sem risco de falência, cabe ao Banco Central sustentar esta política, via seus próprios títulos e os títulos da chamada dívida pública mobiliária.

Como uma boa parte do aumento das reservas está calcada na entrada de capitais especulativos, uma vez

iniciada a ciranda, o Banco Central passou a ser escravo de sua própria invenção.

## Conclusão

Persistindo no erro semântico de chamar a dívida mobiliária federal de dívida fiscal e não de meios de pagamento, o governo, na medida provisória que criou o real, estabeleceu um fundo de amortização da dívida pública, que é alimentado pela venda das participações acionárias da União, em empresas públicas.

Chega-se assim ao cúmulo do absurdo de desperdiçar receitas fiscais para reduzir o volume dos meios de pagamento, algo que poderia ser obtido pelo Banco Central com a implementação de uma adequada política monetária.

Explica-se, deste modo, a posição da equipe econômica e a frustração do eleitor brasileiro, descrita por Marcos Coimbra na entrevista à revista Veja, que gostaria de ver o governo aplicando os recursos provenientes das privatizações em programas de melhoria social e não

desperdiçados na amortização de uma dívida que, mantidos os seus mecanismos de geração, não se extinguirá jamais.

- *Abstract: Over the last 25 years, and particularly since the Sarney Administration, the Brazilian economic authorities have been persisting in the error of considering the growth of the Federal Public Debt as a consequence of the fiscal mismanagement.*

*An accumulation of net foreign reserves is necessarily followed by an increase in money supply. Therefore, when the authorities issue debt to counterbalance the increase in the money supply, they are incurring in a serious semantic error that leads to the use of an instrument of fiscal policy (increase in taxes) to deal with a monetary problem (reduction of money supply).*

*Furthermore, since the authorities consider the gain in net foreign reserves as a target to be pursued issuing debt as a consequence, regardless the nature of the fiscal reform that the Administration can get from the Congress, the burden of the debt service will never be reduced.*

- *Keywords: Federal public debt, scotomization, monetary budget, fiscal and monetary accounts.*

## Referências bibliográficas:

VINER, Jacob. *Problems of monetary control, in international finance*. Princeton, 1964.

**Quadro 1 BRASIL - Conta do Tesouro Nacional em US\$ milhões equivalentes**

	Receitas	Despesas (1)	Superávit ou Déficit	Dívida mobiliária			
				Saldos (2)	Variação	Total de Encargos	Taxa média %
<b>Administração Geisel:</b>							
Total no período	77.494	77.150	344		9.609	1.707	
Média anual	15.499	15.430	69		1.922	341	3,29
Saldo final da dívida				15.172			
<b>Administração Figueiredo:</b>							
Total no período	130.532	129.619	913		3.722	14.810	
Média anual	21.755	21.603	152		620	2.468	14,49
Saldo final da dívida				18.894			
<b>Administração Sarney:</b>							
Total no período	161.518	182.760	-21.242		5.495	21.031	
Média anual	32.304	36.552	-4.248		1.099	4.206	19,43
Saldo final da dívida				24.389			
<b>Administração Collor:</b>							
Total no período	116.883	111.448	5.435		15.757	391	
Média anual	46.753	44.579	21.274		6.303	156	0,48
Saldo final da dívida				40.146			
<b>Administração Itamar:</b>							
Total no período	127.301	121.706	5.595		1.418	7.988	
Média anual	56.578	54.092	2.487		630	3.550	8,69
Saldo final da dívida				41.564			
<b>Administração FHC(4):</b>							
Total no período	280.464	273.089	7.375		128.324	27.955	
Média anual	93.488	91.030	2.458		42.775	9.316	8,81
Saldo final da dívida				169.888			

Fontes: MF - STN, Banco Central

- (1) Exclui encargos da dívida mobiliária federal e da renegociação da dívida externa
- (2) Saldo da dívida mobiliária federal em poder do público, no final do período
- (3) Encargos sobre o saldo médio da dívida no período
- (4) Período 1995-1997

**Quadro 2 BRASIL - Contas monetárias: variação média mensal das principais contas (1)**

Média nos períodos	Reservas Internacionais líquidas	Crédito interno líquido			Meios de pagamento (2)	Dívida mobiliária M1 (3)
		Tesouro Nacional	Outros créditos	Total		
<b>Administração Geisel:</b>						
	0,97	(0,07)	2,19	2,12	3,09	0,57
<b>Administração Figueiredo:</b>						
	3,08	(0,25)	4,23	3,98	7,06	1,17
<b>Administração Sarney:</b>						
1ª fase (04/85-02/86)	3,70	(1,57)	11,53	9,96	13,66	2,88
Plano Cruzado (03/86-06/87)	0,57	0,52	7,27	7,79	8,36	1,38
Plano Bresser (07/87-12/87)	2,12	1,19	9,43	10,62	12,75	2,37
Mailson - 1 (01/88-01/89)	4,36	1,49	16,38	17,87	22,24	4,13
Plano Verão (02/89-03/90)	5,13	1,18	22,65	23,83	28,96	6,43
Média no período	3,07	0,72	13,53	14,25	17,32	3,53
<b>Administração Collor:</b>						
Collor I (04/90-02/91)	5,32	(0,80)	8,88	8,08	13,40	1,19
Collor II (03/91-09/92)	10,06	(0,48)	12,43	11,95	22,01	2,31
Média no período	8,57	(0,42)	10,63	10,21	18,78	1,90
<b>Administração Itamar:</b>						
1ª fase (10/92-05/93)	13,12	(0,49)	13,64	13,15	26,27	5,26
Fase pré-URV (06/93-02/94)	22,71	0,26	16,15	16,41	39,12	6,65
Fase URV (03/94-06/94)	27,88	(0,40)	22,89	22,49	50,37	9,19
Plano Real (07/94-12/94)	(3,07)	(1,77)	9,30	7,53	4,46	2,08
Média no período	14,91	(0,51)	14,88	14,37	29,28	5,60
<b>Administração FHC:</b>						
1995	1,84	(0,46)	2,53	2,07	3,91	2,06
1996	0,83	(0,16)	3,17	3,01	3,84	3,53
1997	(0,21)	(0,01)	2,08	2,07	1,86	3,50
Média no período	0,82	(0,21)	2,59	2,38	3,20	3,03

Fontes: Banco Central do Brasil, STN, Conjuntura Econômica da FGV.

- (1) Variação das principais contas como % do saldo dos meios de pagamento no início dos períodos
- (2) Meios de pagamento = Moeda em circulação (+) Depósitos à vista nos bancos comerciais = M1 + Fundos de curto prazo (+) Dívida mobiliária federal com o público
- (3) Média mensal do saldo da dívida mobiliária federal com o público dividido pelo saldo de M1