

POLÍTICA ECONÔMICA

Políticas monetária e fiscal: o aperto continua

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

Introdução

O Governo continua a praticar uma política econômica para controlar a inflação baseada principalmente numa contenção monetária e fiscal.

Este texto analisa o comportamento dos principais agregados monetários e das contas do Governo, bem como as medidas adotadas, ao longo do terceiro trimestre, com vistas a atingir os objetivos fixados pelo Plano de Estabilização.

Política monetária

As metas de controle da expansão dos meios de pagamento aprovadas, em reunião do Conselho Monetário Nacional (CMN), em 29.05.90 projetavam para o segundo semestre de 1990 e primeiro trimestre de 1991 um profundo aperto na liquidez da economia, inclusive sinalizando, para o período de janeiro a março de 1991, uma expansão zero dos meios de pagamento.

Esse controle de liquidez que o Banco Central (BACEN) passou a exercer desde maio, na realidade, é a segunda fase de uma política que começou com o bloqueio de dois terços dos ativos financeiros dos agentes econômicos na divulgação do Plano Collor.

A nova fase de ajuste monetário justifica-se devido ao fato de que, apesar de o Plano de Estabilização ter reduzido o mais amplo dos

* Economista da FEE e Professor da PUC-RS.

** Economista da FEE.

agregados monetários (M4) de 24,62% do PIB, apurado em fins de fevereiro, para 8,10% em fins de março de 1990, nos últimos dias de maio de 1990, com o crescimento da liquidez em cruzeiros (torneiras abertas), o M4 atingiu 13% do PIB, um nível preocupante pela rapidez e pela velocidade de seu ritmo de crescimento.

Tabela 1

Comportamento da base monetária e dos meios de pagamento em relação ao PIB no Brasil — 1980/90

ANOS E MESES	BASE MONETÁRIA	PAPEL - -MOEDA	DEPÓSITOS À VISTA	M1	TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS	M2	DEPÓSITOS EM POUPANÇA	M3	DEPÓSITOS A PRAZO	M4
										(%)
1980	3,64	1,79	7,53	9,32	3,89	13,21	6,17	19,38	3,57	22,95
1981	3,24	1,71	7,61	9,32	7,25	16,57	8,30	24,87	4,55	29,42
1982	3,24	1,64	6,11	7,75	8,11	15,86	9,53	25,39	5,54	30,93
1983	1,94	1,02	4,06	5,08	5,27	10,36	10,05	20,41	5,33	25,74
1984	2,07	1,00	3,51	4,51	8,65	13,16	10,18	23,34	6,40	29,74
1985	2,04	1,06	3,97	5,03	11,60	16,63	9,77	26,40	6,70	33,10
1986	4,53	2,13	9,40	11,52	9,09	20,61	8,35	28,96	7,38	36,33
1987	2,38	1,18	3,73	4,90	10,85	15,76	10,46	26,22	4,55	30,77
1988	1,51	0,87	2,02	2,89	13,12	16,01	10,80	26,81	4,58	31,39
1989										
Jan.	1,25	0,62	1,96	2,58	11,20	13,78	9,56	23,34	2,84	26,19
Fev.	1,35	0,61	1,82	2,43	13,04	15,47	10,94	26,41	2,29	28,70
Mar.	1,52	0,71	1,85	2,57	15,47	18,04	12,64	30,68	2,35	33,03
Abr.	1,64	0,83	2,83	3,66	16,45	20,11	14,09	34,20	2,44	36,64
Maio	1,93	0,81	2,28	3,09	15,06	18,15	13,14	31,29	3,00	34,29
Jun.	1,76	0,84	1,91	2,76	14,89	17,64	11,38	29,02	3,45	32,47
Jul.	1,38	0,64	1,56	2,20	14,27	16,47	10,04	26,51	2,81	29,33
Ago.	1,19	0,58	1,28	1,86	14,28	16,15	9,42	25,56	2,83	28,39
Set.	1,13	0,62	1,20	1,82	13,87	15,69	8,59	24,29	2,67	26,95
Out.	1,04	0,53	1,24	1,76	13,95	15,71	8,10	23,82	2,68	26,50
Nov.	1,16	0,58	1,13	1,71	13,88	15,60	7,32	22,91	2,95	25,86
Dez.	1,44	0,86	1,34	2,20	15,12	17,32	6,78	24,10	3,47	27,57
1990										
Jan.	1,00	0,48	0,99	1,47	13,70	15,17	5,92	21,10	3,14	24,24
Fev.	1,01	0,48	1,18	1,67	13,30	14,96	7,15	22,11	2,51	24,62
Mar.	1,36	0,88	1,56	2,44	1,95	4,39	2,47	6,86	1,24	8,10
Abr.	2,09	1,17	1,87	3,04	3,23	6,27	3,50	9,77	1,59	11,36
Maio	3,03	1,41	2,35	3,76	3,99	7,75	3,04	10,79	2,16	12,96
Jun.	2,53	1,33	2,20	3,54	3,52	7,06	2,88	9,94	2,44	12,38

FONTE: GAZETA MERCANTIL (25.7.90). São Paulo, p.21.

NOTA: 1. Todos os agregados monetários referem-se aos saldos em final de período.

2. O PIB é calculado em 12 meses e valorizado pelo IGP mensal.

Uma análise da evolução dos agregados monetários (Tabela 2) mostra a grande preocupação do Governo com o cumprimento dessas metas, pois se observa que houve uma sensível retração, a partir de junho, em todos eles.

Tabela 2

Evolução, mês a mês, da base monetária (BM) e dos meios de pagamento no Brasil — jan.-set./90

(%)

MESES	BM	M1	M2	M3	M4
Jan.	19,1	14,8	50,7	50,4	50,9
Fev.	74,1	94,4	70,0	80,1	75,2
Mar.	144,5	163,5	-46,4	-38,2	-34,2
Abr.	70,0	38,3	58,9	45,2	42,8
Mai	58,3	34,8	34,6	19,4	22,2
Jun.	-9,2	2,2	3,3	3,0	6,2
Jul.	-9,0	1,8	8,0	11,6	15,6
Ago.	2,6	9,7	8,2	...	...
Set.	17,9	...	...	...	...

FONTE: BACEN.

NOTA: Todos os agregados referem-se à variação percentual dos saldos em fins de período.

A taxa positiva de 17,9% da base monetária em setembro — depois da contração de 9,2% e 9% em junho e julho respectivamente e de um pequeno crescimento de 2,6% em agosto — pode ser explicada principalmente através das operações com títulos federais. O BACEN recomprou no mês Cr\$ 214,2 bilhões de Letras do Tesouro Nacional (LTNs) junto aos bancos. Outro fator responsável pela expansão desse agregado monetário foram as operações do setor externo desenvolvidas pelo BACEN junto ao mercado. Em setembro, Cr\$ 50 bilhões ingressaram no sistema em troca de divisas, que ajudaram a reforçar as reservas internacionais do País.

Com os dados de setembro, o saldo da base monetária atingiu Cr\$ 921,385 bilhões, praticamente voltando ao nível de Cr\$ 921,528 bilhões contabilizado ao final de maio (GM, 1990).

Na verdade, o dinheiro que o sistema financeiro precisou para fazer face às suas obrigações bancárias junto à autoridade monetária e também o

demandado pelos demais agentes econômicos em setembro, mês de forte enxugamento de liquidez, foram introduzidos pelo BACEN via "open market".

Com o objetivo de reforçar o controle monetário para conter a inflação, o Governo passou a utilizar, ao longo do trimestre, além dos instrumentos clássicos de política monetária (depósitos compulsórios sobre os depósitos à vista, taxas de redescontos e o mercado aberto), também mecanismos não ortodoxos, como a ampliação da base sobre a qual incide o depósito compulsório do sistema bancário. Até 02 de setembro, ele recaía só sobre os depósitos à vista, mas, a partir dessa data, passou a abranger também os recursos que configuram o "float"¹ dos bancos, ficando excluídos da base de cálculo somente os depósitos representativos dos pagamentos de contas de água, luz, telefone e outros serviços públicos.

Também, neste terceiro trimestre, contribuiu para a redução da liquidez o próprio elenco de medidas adotadas com a divulgação do Plano. Uma delas estabeleceu que, em meados de setembro, os bancos teriam que recompor suas deficiências de reservas em cruzados novos junto ao BACEN. Isto porque a maioria das instituições financeiras tiveram que se utilizar de redescontos especiais e de outros mecanismos de emergência para cumprir a Medida Provisória nº 168, que obrigou os bancos a transferirem para seus depositantes, em cruzeiros, cerca de 20%, em média, de seu passivo financeiro.

A compra dos Certificados de Privatização (CPs) também ajudou a retirar do mercado boa parcela de papel-moeda.

Esse enxugamento de moeda ao longo do trimestre determinou não só uma redução no ritmo dos negócios na economia, como também provocou um movimento de queda da cotação do dólar, sobretudo na primeira quinzena de setembro, quando principalmente os exportadores aceleraram o fechamento de operações junto ao BACEN, procurando obter cruzeiros e garantir liquidez.

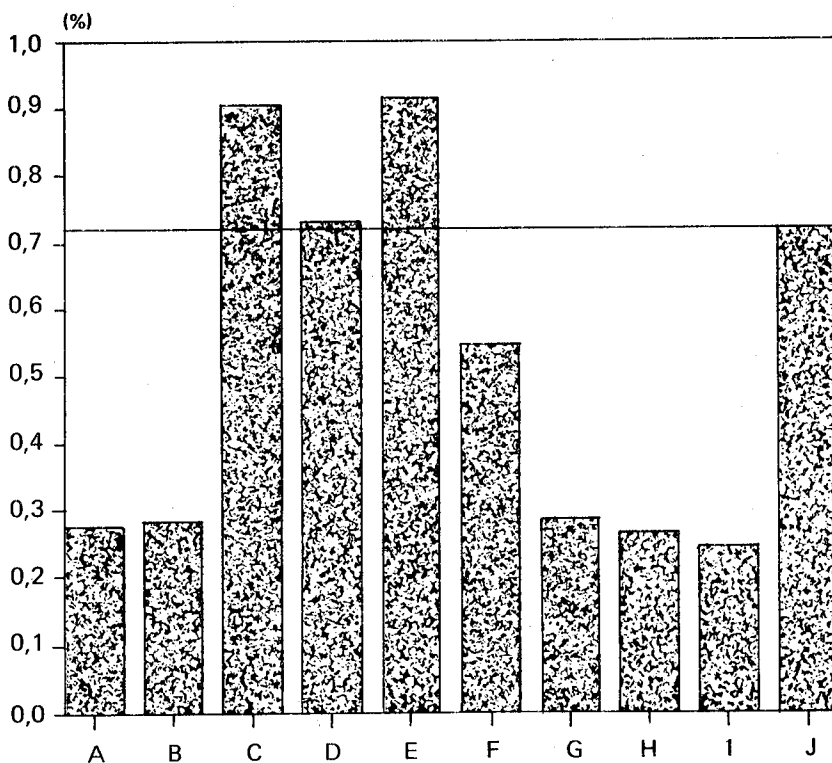
Também como reflexo desse aperto, a taxa nominal de juros primária — taxa de juros do "overnight" — da economia elevou-se do patamar de 19% ao mês no início de julho para algo em torno de 25% ao mês no final de setembro. Diante disso, as instituições que tinham dinheiro trataram de segurá-lo, e as que não possuíam tiveram que pagar um alto

¹ "Float" representa o caixa que as instituições aplicam em proveito próprio antes de repassarem o dinheiro ao detentor do crédito, como, por exemplo, através de arrecadação de tributos, carnês de entidades privadas.

custo pelo mesmo. O repasse de dinheiro por um dia entre os bancos, através dos Certificados de Depósitos Interbancários (CDIs), elevou-se de uma média de 17,5% em julho para 30% em final de setembro, enquanto as operações no mercado de cheques administrativos (ADM) chegaram a 29,5% ao mês, quando em julho estavam em torno de 17,7%.

GRÁFICO 1

RENTABILIDADE ACUMULADA DAS APLICAÇÕES FINANCEIRAS NO BRASIL – JAN-SET/90



LEGENDA:

A – Bolsa de Valores de São Paulo
 B – Bolsa de Valores do Rio de Janeiro
 C – CDB e/ou LC em 30 dias
 D – Caderneta de poupança
 E – CDB e/ou LC em 60 dias

F – "Over"
 G – Ouro físico
 H – Ouro "spot"
 I – Dólar paralelo
 J – IPC

Outra consequência dessa contração monetária foi a alteração no "portfólio" dos investidores, a qual também foi influenciada pela cobrança do Imposto Sobre Operações Financeiras (IOF) que o Governo instituiu, a partir de 25 de julho, sobre as aplicações de até 18 dias úteis, com o objetivo de desconcentrar as aplicações do curtíssimo prazo, onde a conversibilidade imediata dos ativos financeiros é sempre um risco iminente ao controle da moeda. Com isso, o giro do "over", que vinha crescendo no segundo trimestre do ano, abrigando, por exemplo, Cr\$ 4,9 trilhões no dia 10 de abril e, no dia 24 de julho, véspera da entrada em vigor do IOF, movimentava Cr\$ 6,364 trilhões, caiu para Cr\$ 2,97 trilhões em 10 de agosto (FSP, 1990). Esse volume de recursos financeiros, na realidade, migrou principalmente para os fundos de curto prazo e para a caderneta de poupança.

No conjunto, os ativos financeiros chegaram no terceiro trimestre do ano sinalizando, em termos de rendimento real acumulado, uma liderança dos CDBs, conforme mostra o Gráfico 1.

Política fiscal

A condução da política fiscal no terceiro trimestre de 1990 não apresentou alterações na consecução do objetivo traçado pelo Plano Collor de promover um forte ajuste fiscal via aumento de receitas e contenção de despesas.

Seguindo as metas propostas, no que diz respeito à reforma administrativa, o Governo demitiu e/ou colocou em disponibilidade cerca de 200.000 funcionários até este período, o que, de acordo com suas estimativas, significa uma redução de gastos de 0,5% do PIB.

Quanto ao Programa Nacional de Desestatização, o Governo assinou dois decretos, em agosto, regulamentando tal programa designando o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) como seu executor e colocando à venda 13 empresas estatais. As empresas a serem privatizadas concentram-se nas áreas de petroquímica, siderúrgica e de fertilizantes. Nesse grupo, estão incluídas: Companhia Siderúrgica do Nordeste (COSINOR), Aços Finos Piratini, Companhia Siderúrgica de Tubarão, USIMINAS, Usiminas Mecânica (USIMEC), Maferisa, Companhia Petroquímica do Nordeste (COPENE), COPESUL, Mineração Caraíba, Goiás Fertilizantes, Indústria Carbonífera Catarinense.

A expectativa do Governo é arrecadar entre US\$ 9 bilhões e US\$ 10 bilhões com as privatizações. Tais recursos serão destinados ao paga-

mento de dívidas dessas empresas com o setor público e à compra de títulos públicos de longo prazo.

No que se refere ao lançamento dos CPs, o Governo desistiu de retirar da economia o equivalente a US\$ 2,5 bilhões com a venda desses certificados neste ano. Esse montante foi reduzido tendo em vista as alterações ocorridas na regulamentação desses papéis e também devido à recusa dos fundos de previdência privada em adquirir esses títulos. Assim, a estimativa do Governo é arrecadar cerca de US\$ 1 bilhão em 1990. Com os três leilões já realizados, foram arrecadados Cr\$ 34 bilhões, sendo Cr\$ 10,9 bilhões em julho, Cr\$ 11,2 bilhões em agosto e Cr\$ 11,9 bilhões no mês de setembro.

As contas do Governo

Com relação às contas do Governo, as receitas com impostos apresentaram um crescimento significativo nos meses de abril e maio, devido a fatores extraordinários, tais como os ganhos transitórios com o IOF e o pagamento de impostos com os cruzados novos retidos. Em junho, as receitas com impostos e contribuições atingiram Cr\$ 233 bilhões, registrando um declínio de 47,71% (deflacionado pelo IGP-DI) em relação ao mês anterior. No mês de julho, essas receitas caíram 2,84%. No mês de agosto, o Tesouro arrecadou Cr\$ 325 bilhões, apresentando um crescimento real de 11,0% em relação a julho. Esse aumento deveu-se sobretudo à nova incidência do IOF, que passou a ser cobrado sobre todas as aplicações financeiras, exceto ações e cadernetas de poupança, a qual entrou em vigor em 25.07.90. Esse imposto, cujo objetivo é alterar o perfil das aplicações no "over", deverá arrecadar entre Cr\$ 10 bilhões e Cr\$ 12 bilhões por mês. Essa tributação, além de constituir-se em uma receita permanente, é um imposto que a União não precisa repassar para os estados e municípios, o que irá proporcionar um importante ingresso de recursos para o Tesouro.

Cabe ressaltar que as receitas tributárias, de janeiro a agosto de 1990, subiram 41,7% em termos reais, em comparação com idêntico período de 1989, destacando-se, ainda, como causas desse crescimento, o fim do anonimato fiscal e a betenização dos impostos.

No mês de agosto de 1990, o Governo obteve um "superavit" de Cr\$ 14,7 bilhões. Em setembro, esse "superavit" de caixa subiu, alcançando Cr\$ 16,08 bilhões. Somando-se a arrecadação com os CPs — a qual está sendo incluída na execução financeira —, o "superavit" do Tesouro eleva-se para Cr\$ 27,85 bilhões (Tabela 3).

Tabela 3

Execução financeira do Tesouro Nacional — set./90

DISCRIMINAÇÃO	VALOR NOMINAL		VALOR REAL (1)		Δ%
	Set./90 (Cr\$ milhões)	Jan.-Set./90 (Cr\$ milhões)	Jan.-Set./90 (Cr\$ milhões)	JAN-SET/90 JAN-SET/89	
I - Fluxo fiscal					
A - Receitas	374 257	2 710 677	1 985 639		37
A.1 - Recolhimento bruto	331 281	2 492 132	1 698 360		47
A.2 - Incentivos fiscais	-4 000	-22 035	-28 150		-22
A.3 - Receitas das operações oficiais de crédito	31 751	192 035	315 429		-39
A.4 - Receitas de CPs	11 766	34 156	0		-
A.5 - Remuneração de disponibilidade do Banco do Brasil	3 459	14 489	0		-
B - Despesas	-346 406	-2 555 694	-3 034 617		-16
B.1 - Liberações vinculadas	-121 431	-780 350	-548 253		42
B.1.1 - Transferências constitucionais (FPM, FPE e FE)	-86 396	-574 248	-294 429		95
B.1.2 - Demais transferências a estados e municípios	-2 906	-26 863	-45 361		-41
B.1.3 - Outras vinculações	-32 129	-179 239	-208 463		-14
B.2 - Liberações ordinárias	-230 320	-1 807 773	-2 560 924		-29
B.2.1 - Pessoal e encargos sociais	-134 500	-1 011 772	-625 111		62
B.2.2 - Serviço das dívidas interna e externa	-13 362	-62 051	-78 027		-20
B.2.3 - Outras despesas	-39 081	-258 438	-347 515		-26
B.2.4 - Encargos da dívida mobiliária federal	-2 398	-248 945	-978 209		-75
B.2.5 - Despesas das operações oficiais de crédito	-36 294	-146 629	-465 352		-68
B.2.6 - Refinanciamento de dívidas com aval da União	-4 000	-44 765	-31 315		43
B.2.7 - Restos a pagar de 1989	-685	-35 173	-35 395		-1
B.3 - Variação das contas de suprimento	5 345	32 429	74 560		-57
Resultado A + B	27 851	154 983	-1 048 978		-
Resultado A + B - CPs	16 085	120 927	-1 048 978		-
II - Financiamento					
C - Receitas	214 305	2 681 108	6 467 045		-59
C.1 - Remuneração de disponibilidade do BACEN	214 305	774 932	29 014		2 571
C.2 - Resultado do BACEN	0	1 060 025	-243 952		335
C.3 - Operações de crédito da União	0	846 151	6 194 079		-86
D - Despesas	-75 157	-1 113 913	-5 062 686		-78
D.1 - Resgates da dívida mobiliária federal	-75 157	-1 113 913	-5 062 686		-78
Resultado C + D	139 148	1 567 195	1 404 359		12
Fluxo de caixa A + B + C + D	166 999	1 722 178	355 381		385

FONTE: MINISTÉRIO DA ECONOMIA, FAZENDA E PLANEJAMENTO.

NOTA: 1 - Dados preliminares.

2 - Os valores positivos indicam aumento nas disponibilidades de caixa do Tesouro, e os negativos, decréscimo.

(1) Valores inflacionados pelo INPC médio, com previsão de 12,85% para setembro.

Pelo lado da despesa, houve uma queda real de 16% de janeiro a setembro de 1990, em relação ao mesmo período do ano anterior. Um dos principais fatores que estão garantindo ao Governo folga nas contas do Tesouro é uma redução na dívida interna, com a conseqüente queda no pagamento de juros.

O estoque de títulos da dívida pública mobiliária atingiu Cr\$ 11,5 trilhões no final de agosto, com uma quedá real de 20% no período, em relação ao saldo existente em 31.12.89. O Governo substituiu as LFTs que eram lastreadas pelas operações do "over", pelos BTNs — série especial, os quais ficaram retidos no BACEN. Este título tem amor-

tizações efetuadas a médio prazo, com correção monetária de acordo com a variação da inflação oficial mais taxas de juros de 6% ao ano. Com isso, os encargos da dívida mobiliária sofreram um declínio de 75% de janeiro a setembro deste ano, em comparação com o mesmo período de 1989 (Tabela 3).

Por sua vez, as despesas com pessoal atingiram o montante de Cr\$ 134,5 bilhões no mês de setembro. Esses gastos foram um pouco superiores no mês de agosto (Cr\$ 181,3 bilhões), tendo em vista que o Governo antecipou a metade do décimo terceiro salário para o funcionalismo público nesse mês. No entanto a política salarial adotada tem permitido uma queda substancial do salário real dos funcionários do Governo.

No mês de julho, o Governo enviou ao Congresso a revisão orçamentária para 1990, com proposta de créditos adicionais de Cr\$ 2,5 trilhões. Nessa proposta, alterou-se a meta de "superavit" operacional para 1990 de 2% para 1,22% do PIB. Com o atraso na aprovação desse orçamento, está sendo adiada uma série de gastos, o que reduz, momentaneamente, o total despendido pelo Tesouro. Com isso, ocorre um certo ganho para os cofres públicos, na medida em que a inflação corrói o valor das despesas nominais previstas. No final de setembro, os ministérios já se encontravam em dificuldades financeiras, devido à falta de verbas orçamentárias, tendo o Tesouro Nacional deixado de aplicar, nesse mês, Cr\$ 34 bilhões em virtude desse fato.

Ainda em 31.08.90, o Governo remeteu ao Congresso o projeto de lei orçamentária para 1991, estimando a receita e fixando a despesa da União em Cr\$ 8.677,82 bilhões. O Orçamento Geral da União prevê um "superavit" operacional de 1% do PIB para o próximo ano. Cabe destacar, nas suas contas, as despesas com encargos e amortização da dívida mobiliária, que absorverão Cr\$ 2.186,8 bilhões, representando 27% do total dos recursos, o que evidencia uma redução expressiva, pois, em 1989, essas despesas significaram 61% das receitas orçamentárias.

O acordo com o FMI

Após a edição do Plano Collor, as negociações com o Fundo Monetário Internacional (FMI) foram retomadas, com vistas a um acordo. Um entendimento com esse organismo tradicionalmente ocorre numa situação de desequilíbrio externo, recorrendo ao Fundo para financiá-lo. Assim,

o ajuste começa pelo lado externo, ou seja, verificado o quanto o País terá que pagar aos seus credores, define-se a política econômica que poderá gerar esse excedente externo.

O Brasil procurou, nessa negociação, alterar a definição da capacidade externa de pagamento, de forma que esta fosse efetuada a partir de um determinado nível de ajuste interno fiscal e monetário. Nesse sentido, o País apresentou ao FMI uma nova proposta para renegociação da dívida, na qual o pagamento dos compromissos externos ficam limitados à capacidade que o Governo tem de obter receita orçamentária. Essa visão difere da tradicional, na qual a capacidade de pagamento é determinada pelas contas do balanço de pagamentos.

As metas acordadas com o FMI para as contas do setor público garantem para este ano um "superavit" de 0,5% do PIB. Esse resultado difere do da meta anterior do Governo de atingir um "superavit" de 1,22% do PIB. Isso ocorre porque, dessa atual estimativa, foram deduzidas eventuais receitas obtidas com o Programa Nacional de Desestatização. Além disso, o Fundo não aceitou incluir os CPs como receita para um "superavit" de caixa.

O FMI exigiu, ainda, que fosse calculado o "deficit" nominal (o qual inclui, na necessidade líquida de financiamento do setor público não financeira, as correções monetária e cambial), pois o considera como um dos seus critérios de "performance". Esse "deficit" para o período compreendido entre 01.01.90 e 31.12.90 não deverá exceder Cr\$ 8,67 trilhões. Esse é um valor que sofrerá alterações, uma vez que a estimativa de inflação utilizada para calcular essa meta foi de 7% ao mês, em média, para o segundo semestre, quando a taxa de inflação, nos três primeiros meses desse período, já atingiu percentuais superiores.

Para um acordo com o Fundo, o País precisa de previsões claras dos recursos para pagar os juros em atraso da dívida externa, os quais deverão atingir US\$ 10 bilhões até o final do ano. No entanto o Governo pretende pagá-los com o que obtiver de "superavit", e este, de acordo com as estimativas, deverá alcançar 0,5% do PIB — cerca de US\$ 2 bilhões —, o que representa apenas 20% dos atrasados. Além disso, o FMI considera também como condição para a aprovação de um acordo que o Governo inicie as conversações com os bancos credores, as quais começaram em setembro, pois, em outubro, a carta de intenções enviada pelo Brasil será submetida à diretoria desse órgão.

Conclusões

A política econômica adotada pelo Governo, apesar do forte aperto monetário, da contenção de despesas e da elevação da receita fiscal, não conseguiu controlar a inflação aos níveis propostos no Plano de Estabilização. Essa situação poderá agravar-se no último trimestre do ano, quando tradicionalmente a demanda por moeda e os gastos do Governo tendem a aumentar.

Face a isso, prevê-se que o Governo continuará a utilizar intensivamente instrumentos de política monetária para manter o aperto da liquidez do sistema.

Quanto à política fiscal, o Governo deverá seguir com um controle rigoroso sobre suas contas, para obter "superávits" positivos até o final do ano. Para isso, tentará conter suas despesas ao máximo, uma vez que, pelo lado das receitas, os resultados obtidos têm sido superiores às estimativas.