

# **POLÍTICA ECONÔMICA**

## **Políticas monetária e fiscal: o desempenho em 1990\***

*Edison Marques Moreira\*\**

### **Introdução**

O ano de 1990, sem dúvida, na área econômica, teve início com a divulgação do Plano Collor, em 16 de março. Assentado em três pilares, as políticas monetária, fiscal e de renda, o Plano, no curto prazo, conseguiu trazer a inflação da casa dos 80% em março para algo em torno de 5% no mês seguinte, embora, em dezembro, tenha ficado próxima a 20%.

Surpreendendo os agentes econômicos com a realização de um confisco temporário dos ativos financeiros, o Plano iniciou a mais austera política monetária que o País vivenciou nos últimos anos e pretendeu dar início a um amplo ajuste fiscal, passando por reformas administrativa e patrimonial.

A análise do desempenho, neste ano, das políticas monetária e fiscal é o objetivo deste texto.

### **A política monetária**

A política monetária, ao longo de 1990, foi utilizada pelo Governo como um dos principais instrumentos de combate à inflação.

O Plano Collor (16.03.90) promoveu, além da reforma monetária (cruzado novo para cruzeiro), um forte enxugamento de liquidez através do estabelecimento de limites e prazos de saques tanto sobre os haveres monetário como sobre os não monetários.

---

\* Este trabalho contou com apoio financeiro da FEDERGS.

\*\* Economista da FEE e Professor da PUC-RS

O primeiro impacto das medidas monetárias do Plano provocou de imediato uma redução drástica nos meios de pagamentos, enxugando praticamente dois terços dos ativos financeiros na época de sua divulgação -- foram retirados de circulação em torno de US\$ 115 bilhões dos, aproximadamente, US\$ 150 bilhões que se encontravam aplicados principalmente no "overnight", em cadernetas de poupança e em fundos de curto prazo.

O Plano revelou a preocupação das autoridades monetárias com a massa de moeda que se encontrava sob a forma de haveres não monetários, a qual poderia, se convertida, representar um significativo fator de pressão sobre a demanda, colocando em risco o seu sucesso.

Essa preocupação com a quase-moeda fazia sentido na medida em que, em economias altamente inflacionárias como a nossa, os agentes econômicos tendem a reduzir significativamente a moeda manual (dinheiro em poder do público) e a moeda escritural (depósito à vista), que são os componentes do M1, fazendo com que ele perca participação para outros tipos de meios de pagamentos, que, além de apresentarem um "hedge" contra a inflação via indexação, ainda são remunerados.

Esse viés vinha provocando uma perda na capacidade das autoridades monetárias de empregarem os instrumentos clássicos de política monetária no controle da moeda. Assim, a elevação das taxas de recolhimento dos depósitos compulsórios sobre os depósitos à vista junto ao Banco Central (BACEN), o aumento das taxas de redesconto de títulos e a venda de títulos do Governo via "open market" não produziam os efeitos desejados sobre a liquidez da economia.

Entretanto o objetivo do Plano de realizar um forte aperto de liquidez foi colocado em risco, nos dois meses iniciais da sua vigência, devido a algumas falhas de elaboração e de gerenciamento do mesmo.

No primeiro caso, enquadra-se a possibilidade que tiveram os Governos Estaduais e Municipais de se transformarem em instituições capazes de emitir moeda, devido à faculdade que lhes foi dada de converterem os cruzados novos retidos em cruzeiros, por meio de pagamentos de impostos e multas.

No segundo, destacam-se as "torneiras abertas" devido às pressões dos diferentes segmentos da sociedade pelos recursos retidos em cruzados junto ao BACEN.

Assim, as diversas formas de conversão de cruzados novos para cruzeiros estabelecidas na própria Medida Provisória nº 168 do Plano, combinadas com as conversões autorizadas posteriormente ajudaram a elevar o saldo dos haveres financeiros (haveres monetários mais haveres não monetários) de Cr\$ 1,4 trilhão em 19 de março para Cr\$ 2,8 trilhões em 30 de abril, o que propiciou uma monetização da economia.

O mais amplo dos agregados monetários (M4), que caiu da relação de 24,62% do PIB, apurada em fins de fevereiro, para 8,1% em fins de março, nos últimos dias de maio, com o crescimento da liquidez em cruzeiros, atingiu 13% do PIB, trazendo preocupação pela rapidez de seu ritmo.

Esse processo de monetização da economia, que foi mais intenso em março, imediatamente após o Plano, praticamente se concluiu em maio, com a eliminação das contas remuneradas e também com o fim das conversões de cruzados em cruzeiros para pagamento de tributos e outros fins.

Tabela 1

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

(%)

| AGREGADOS |       |       |       |       |       |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 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  |
| Maio      | 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   | 11,2  | 10,6  |
| Set.      | 17,9  | 16,9  | 5,5   | 6,8   | 12,1  |
| Out.      | -0,2  | -0,3  | 7,3   | ...   | ...   |
| Nov.      | 11,6  | ...   | ...   | ...   | ...   |

FONTE: BACEN.

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

A expansão excessiva de liquidez em tão curto espaço de tempo passou a preocupar o Governo, pois poderia ser canalizada para consumo, pressionando a demanda num momento em que o nível de atividade da economia tendia a se reduzir, o que traria, conseqüentemente, uma elevação das taxas inflacionárias acima do desejado. Em vista disso, as autoridades monetárias tomaram uma série de medidas de aperto da liquidez na primeira quinzena de maio, restringindo o crédito direto ao consumidor, o crédito pessoal e o uso do cartão de crédito.

Além dessa necessidade de controlar a oferta de moeda para assegurar a estabilidade econômica, o Governo preocupou-se também em recuperar a sua capacidade de praticar uma política monetária ativa e, para isso, anunciou três alterações na administração da dívida pública.

A primeira delas foi o fim do sistema de "zeramento automático" das posições do "overnight", pelo qual os bancos que ficassem com um volume de títulos maior que seus cruzeiros seriam socorridos pelo BACEN. De acordo com essa sistemática, não havia risco de perda para os tomadores de Letras Financeiras do Tesouro (LFTs), que são títulos pós-fixados, rendendo a taxa média do "over" ao longo do mês.

A segunda alteração foi a criação de uma linha de redesconto (20%), através da qual as instituições tomam empréstimos para cobrir o saldo a descoberto nas operações com títulos públicos. Através do redesconto, o BACEN também passou a ter o poder de influenciar as taxas de juros, dependendo do grau de liquidez que julgar ideal para a economia.

A terceira foi o relançamento das Letras do Tesouro Nacional (LTNs), com remuneração prefixada, que começaram a substituir gradativamente as LFTs de remuneração pós-fixada nas operações de mercado aberto (refletindo, portanto, uma inflação passada).

Dentro dessa concepção de política de arrocho monetário, foram aprovadas, ainda no mês de maio, em reunião do Conselho Monetário Nacional, as metas monetárias para 1990 e para o primeiro trimestre de 1991 (Tabela 2). Na sua elaboração, o BACEN trabalhou com a hipótese de relativa estabilidade de preços (cerca de 5% a.a.) e crescimento do PIB igual a zero.

Tabela 2

## Expansão dos meios de pagamento no Brasil — 1990/91

(%)

| PERÍODOS          | PAPEL MOEDA<br>EM CIRCULAÇÃO | M1<br>(1) | M4<br>(2) |
|-------------------|------------------------------|-----------|-----------|
| 1990              |                              |           |           |
| Jan.-mar.         | 491,10                       | 478,80    | 50,10     |
| Abr.-jun.         | 116,70                       | 100,60    | 93,90     |
| Primeiro semestre | 1 180,70                     | 1 053,00  | 191,10    |
| Jul.-set.         | 2,00                         | 2,00      | 6,10      |
| Out.-dez.         | 16,30                        | 7,00      | 4,80      |
| Segundo semestre  | 18,60                        | 9,10      | 11,20     |
| Jan.-dez.         | 1 419,30                     | 1 158,58  | 223,60    |
| 1991              |                              |           |           |
| Jan.-mar.         | 0,00                         | 0,00      | 0,00      |

FONTE: GAZETA MERCANTIL (30.05.90). São Paulo. p.9.

(1) M1: Papel-moeda em poder do público mais depósitos à vista.

(2) M4: M1 mais títulos do Governo mais poupança e mais depósitos a prazo.

As metas de expansão dos agregados monetários mostravam uma política de progressivo aperto na liquidez no segundo semestre do ano, onde os objetivos estabelecidos para o crescimento dos meios de pagamento no seu conceito mais restrito, M1, eram da passagem de 1.053% no final do primeiro semestre para 9,1% na segunda metade do ano. O M4, que encerrava o semestre janeiro-junho com uma expansão de 191,1%, deveria cair para 11,2% nos últimos seis meses.

A evolução dos agregados monetários (Tabela 1) revela a preocupação do Governo com o cumprimento dessas metas. Nos meses de junho e julho, observou-se uma sensível retração em todos eles, com a BM inclusive, apresentando contração de 9,2% e de 9% respectivamente (Tabela 1).

Já em agosto, apesar de ocorrer um pequeno crescimento desse agregado (2,6%), a sua expansão ainda não preocupava as autoridades monetárias. Entretanto, a partir de setembro, quando a BM se expandiu 17,9%, o Governo movimentou-se à procura das causas e de uma possível tendência de descontrole dessa variável monetária.

As explicações, contudo, passavam paradoxalmente pela própria expectativa de aperto criada pelo BACEN nesse mês. Esperava-se um "setembro negro", isto é, um mês de moeda escassa devido a vários motivos, como a ampliação da base sobre a qual incidia o depósito compulsório do sistema bancário. Até 2 de setembro, o compulsório incidia só sobre os depósitos à vista, mas, a partir dessa data, passou a abranger também os recursos que configuravam o "float" dos bancos, ficando excluídos da base de cálculo os depósitos representativos dos pagamentos de contas de água, luz, telefone e outros serviços públicos.

Também contribuiu para a redução de liquidez o acerto das contas em cruzados dos bancos com o BACEN. Ambas as situações acima, ao enxugarem a liquidez, acabaram, entretanto, contribuindo para elevar as reservas bancárias do BACEN, um dos componentes da BM. Por sua vez, essa expectativa de aperto fez com que o Governo colocasse Cr\$ 214,2 bilhões no mercado, via emissão primária de moeda (o outro componente da BM), para resgatar títulos públicos federais vencidos em setembro, aliviando, com isso, a pressão sobre o aperto de dinheiro.

Essa possibilidade de um significativo enxugamento monetário fez também as instituições financeiras anteciparem a captação de recursos no mercado e os exportadores acelerarem o fechamento de operações junto ao BACEN, procurando obter cruzeiros para garantir liquidez. Todos esses fatores provocaram uma elevação substancial nas taxas de juros e um movimento de queda da cotação do dólar, sobretudo na primeira quinzena de setembro.<sup>1</sup> Para estancar essa desvalorização do dólar frente ao cruzeiro, o Governo entrou no mercado, através do BACEN, comprando divisas, o que acabou injetando na economia Cr\$ 54,8 bilhões em setembro, o que contribuiu também para a expansão da BM.

A avaliação, por parte do Governo, desse quadro conjuntural de descontrole monetário levou-o a encará-lo apenas como uma excepcionalidade e não como uma tendência de perda de controle sobre os meios de pagamento.

<sup>1</sup> O dólar comercial (ou flutuante), por exemplo, no período de 17 de agosto a 11 de setembro, caiu 6,6%.

A evolução dos agregados monetários em outubro pareceu confirmar essa interpretação por parte das autoridades monetárias, pois a BM teve uma retração de 0,2% sobre o valor apurado em fins de setembro, enquanto o M1 praticamente acompanhou as taxas de variação observadas na BM. O M2, conceito um pouco mais amplo do meio de pagamento, pois incorpora os títulos públicos federais, destacou-se um pouco, apresentando um crescimento de 7,3%, devido principalmente a uma maior preferência pela aplicação em LTNs por parte dos bancos. Estes últimos reduziram as suas operações de empréstimos, realizando negócios mais seletivos, diante da realidade de uma recessão econômica em curso.

O resultado obtido em outubro, entretanto, não se repetiu em novembro, quando a BM voltou a expandir-se. O crescimento foi de 11,6% em relação ao mês anterior. Pela primeira vez desde que o plano de estabilização foi editado em março, as contas do Tesouro Nacional apresentaram impacto monetário expansionista (Cr\$ 15,9 bilhões), mas foram as operações com títulos federais realizadas através da mesa do "open" da autoridade monetária que apareceram como a principal fonte pela qual se injetou moeda na economia, em novembro (Cr\$ 176.463 milhões).

Tabela 3

Fatores condicionantes da BM — jul.-nov./90

(Cr\$ milhões)

| DISCRIMINAÇÃO                             | JUL     | AGO     | SET     | OUT     | NOV     |
|-------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Assistência Financeira de Liquidez (1) .. | -57 402 | -63 651 | -32 277 | -24 711 | -60 433 |
| Depósitos de instituições financeiras (2) | -5 910  | 19 306  | -11 171 | 8 656   | 238     |
| Operações com títulos federais .....      | -41 245 | 51 175  | 214 219 | 17 930  | 176 463 |
| Operações do setor externo .....          | 39 727  | 37 419  | 50 247  | 16 158  | -32 766 |
| Tesouro Nacional (impacto monetário) .... | -12 683 | -28 817 | -51 296 | -49 126 | 15 957  |
| CPs.....                                  | -10 925 | -10 356 | -10 747 | 59      | 0       |
| Outras disponibilidades .....             | -1 758  | -18 461 | -40 549 | -49 185 | 15 957  |
| Depósitos em NCz\$ (MP168) (3) .....      | -778    | -441    | -35 318 | 15 533  | -5 947  |
| Outras contas .....                       | 3 107   | 5 039   | 5 369   | 14 015  | 12 911  |
| Base monetária .....                      | -75 184 | 20 030  | 139 773 | -1 545  | 106 423 |
| Papel-moeda em circulação .....           | -34 236 | 52 834  | 98 786  | -15 967 | 128 086 |
| Reservas bancárias .....                  | -40 948 | -32 804 | 40 987  | 14 422  | -21 663 |

FONTE: BACEN.

NOTA: Os valores positivos indicam expansão, e os negativos, contração.

(1) Inclui custos e penalidades. (2) Engloba depósitos vinculados ao SBPC, ao crédito rural, ao crédito ao consumidor — Resolução nº 1.715 — e ao crédito ao setor público — Resolução nº 1.718. (3) Incluem depósitos vinculados (transferências de cruzeiros das reservas bancárias para cobertura de insuficiência, em cruzados novos, nos depósitos à ordem do BACEN).

Na realidade, a BM, nas duas grandes expansões que ocorreram no segundo semestre, setembro e novembro, refletiu a preocupação do Governo com o forte aperto de liquidez que a economia estava vivenciando, embora, em novembro, a necessidade de dinheiro em função do pagamento de 13º salário por parte das empresas tenha contribuído também para sua expansão.

Para dezembro, é praticamente certo um crescimento acentuado desse agregado, confirmando uma tendência sazonal de final de ano, quando aumenta a necessidade de emissão de papel-moeda.

Ao longo do ano, a política monetária restritiva não só determinou uma redução no ritmo dos negócios na economia, como também provocou alterações no "portfólio" dos investidores no mercado financeiro.

Considerando o acumulado real no ano, até novembro, constata-se (Gráfico 1) que os títulos privados CDB e LC após 30 e 60 dias foram os ativos que melhor desempenho apresentaram em 1990 e, junto com a caderneta de poupança, foram os únicos a ganhar da inflação.

No final do ano, entretanto, os ativos de riscos começaram a reagir positivamente, dada as incertezas no rumo da economia, devido às dificuldades do plano de estabilização em controlar a inflação, que se mantinha ascendente. Tal especulação levou, em novembro, o ouro, as ações e o dólar no paralelo a terem os maiores rendimentos dentre todos os ativos financeiros. Contudo esses ativos, no acumulado do ano, ainda acusam perdas apreciáveis.

Também como reflexo do enxugamento de liquidez, a taxa nominal de juros primário — taxa de juros do "overnight" — da economia elevou-se do patamar de 19% ao mês no início de julho para algo em torno de 30% ao mês, no final de novembro.

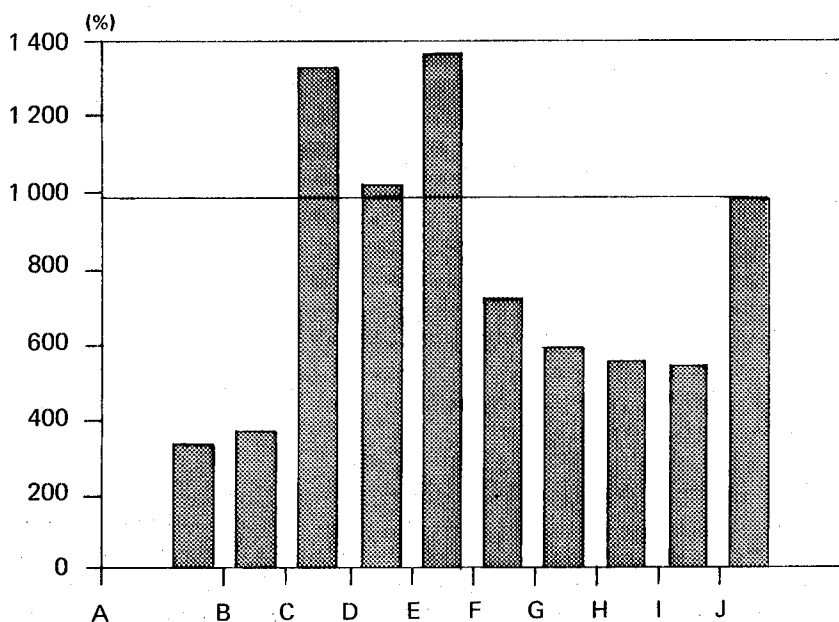
O repasse de dinheiro por um dia entre os bancos, através dos Certificados de Depósitos Interbancário (CDIs), elevou-se de uma média de 17,5% ao mês em julho para uma média de 35% ao mês no início de dezembro, enquanto as operações no mercado de cheques administrativos (CDB-ADM) chegaram ao redor dos 30% em média no final de novembro, quando em julho giravam em torno de 17,7%.

Outra decorrência dessa política monetária restritiva foi que o "over" perdeu seu posto tradicional de referência do custo básico da moeda no mercado financeiro. Esse lugar vem sendo ocupado pelo juro interbancário, que reflete a efetiva disputa pelo dinheiro disponível na economia, uma vez que esse mercado detém uma parcela de 76,6% de toda a moeda negociada por dia.



## GRÁFICO 1

# **RENTABILIDADE ACUMULADA DAS APLICAÇÕES FINANCEIRAS NO BRASIL – JAN-NOV/90**



## **Legenda:**

- A – Bolsa de Valores de São Paulo
- B – Bolsa de Valores do Rio de Janeiro
- C – CDB e LC pós-fixados em 30 dias
- D – Caderneta de poupança
- E – CDB e LC pós-fixados em 60 dias
- F – "Overnight"
- G – Ouro físico
- H – Ouro "spot"
- I – Dólar paralelo
- J – Inflação (IPC)

## A política fiscal

O Plano Collor, quanto à política fiscal, tinha como meta promover um ajuste fiscal expressivo de 10% do PIB, capaz de proporcionar, já em 1990, um "superavit" operacional nas contas do Governo de 2% do PIB, tendo em vista um "deficit" potencial estimado de 8% para 1990.

Esse ajuste era composto por medidas de aumento de receitas e de corte de despesas. Para atingir a meta estipulada, o Governo contava com uma reforma administrativa, que deveria proporcionar uma contenção de despesas de 0,5% do PIB, com uma reforma patrimonial, que renderia 3,5% do PIB e com diversas alterações fiscais — aumento do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), alterações de prazo no recolhimento do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI), do IR —, as quais permitiriam um acréscimo de recursos de 6% do PIB.

## As reformas administrativa e patrimonial

A reforma administrativa consistiu, basicamente, no encolhimento dos gastos da máquina estatal através da redução de funcionários públicos. Para isso, o Governo previu inicialmente que seriam demitidos, ou colocados em disponibilidade, com redução de salários, cerca de 30% dos servidores públicos, o que representaria, aproximadamente, 360.000 pessoas. Essa meta não foi atingida. Até fins de novembro, haviam sido demitidos, aposentados ou colocados em disponibilidade 234.588 funcionários públicos. Desse total, 106.843 foram demitidos,<sup>2</sup> 27.308 foram aposentados, enquanto 58.132 estão em disponibilidade, pois são servidores com estabilidade no emprego.

Uma outra contribuição em termos de reforma administrativa, e não tão significativa para o aumento da receita, foram as vendas de imóveis. O Governo começou a desenvolver uma operação a partir de novembro para vender, até o final de janeiro de 1991, cerca de 20 mil imóveis funcionais da União, distribuídos por todo o Distrito Federal. Com a venda, o Governo deixará de gastar mensalmente Cr\$ 25 milhões na

---

<sup>2</sup> Na contagem dos demitidos, foram consideradas também a extinção de cargos de confiança e a de vagas recém-preenchidas. Além disso, computou-se o afastamento de estagiários (só o Banco do Brasil afastou 12 mil estagiários), prestadores de serviços e de outras categorias sem ligação efetiva com o serviço público.



manutenção desses imóveis e espera arrecadar Cr\$ 48 bilhões, dos quais 10% deverão entrar nos cofres públicos até o final de janeiro, com o pagamento das entradas das vendas dos imóveis.

Quanto à reforma patrimonial, ela abrange dois pontos importantes: o primeiro é a criação do Programa Nacional de Desestatização, que tem como objetivo analisar as empresas do setor público e indicar aquelas possíveis de serem privatizadas. A previsão inicial para 1990 era que o Governo arrecadaria um montante de US\$ 8,7 bilhões com o Programa. Essa meta, no entanto, foi redefinida ao longo do ano, uma vez que não seria possível implantar até dezembro todo o programa de desestatização previsto no Plano. O objetivo da comissão reduziu-se a privatizar, a partir de setembro, no mínimo quatro empresas, podendo chegar a seis, ao invés das 11 previstas inicialmente para este ano. Entretanto essa segunda meta não foi atingida, pois não houve nenhuma privatização. Em praticamente quatro meses de atuação, contados a partir da data da regulamentação da Lei nº 8.031 — que regulamenta o programa de lançamento dos Certificados de Privatização (CPs) e designa o BNDES como seu executor —, de 16.08.90, a Comissão Diretora do Programa Nacional de Desestatização e o BNDES examinaram a situação de 30 estatais, listaram cerca de 20 empresas cuja privatização foi aprovada pelo Presidente Collor, publicaram três editais para contratação de consultorias para 13 empresas, receberam propostas de avaliação para nove e decidiram sobre o resultado da concorrência para duas: Companhia Siderúrgica de Tubarão (CST) e USIMINAS/USIMEC.

A previsão é a de que, em março, deverá provavelmente ocorrer a primeira venda de uma delas ao setor privado, pois o processo de privatização de uma estatal, conforme os trâmites regulamentares, leva entre 186 e 216 dias.

Até 1992, pelo cronograma da Comissão Diretora, o total de ativos a serem vendidos segundo uma nova avaliação deverá somar US\$ 18 bilhões, referentes à alienação de cerca de 20 empresas, concentradas principalmente nas áreas de petroquímica, siderurgia e de fertilizantes.

O segundo ponto foi o lançamento dos (CPs) nominativos, não negociáveis, a serem adquiridos por empresas de previdência privada, seguradoras, de capitalização e financeiras, os quais só poderiam ser utilizados para adquirir ações de empresas estatais.

Os bancos ficaram obrigados a adquirir o equivalente a 3% da soma do ativo circulante e do realizável a curto prazo que constava de seus balanços patrimoniais em 31.12.89, até o limite de 18% do patrimônio líquido.

Além disso, os CPs poderiam ser trocados por ações das empresas estatais nos leilões que o Governo iria realizar. Até a data do primeiro leilão, esses títulos teriam a correção monetária integral, depois haveria a redução de um ponto percentual num prazo de 40 meses.

A meta do Governo era arrecadar cerca de US\$ 7 bilhões com a emissão dos CPs este ano, o que representaria 2% do PIB. Esse objetivo, todavia, não foi alcançado, pois o Governo realizou, ao longo do ano, somente três leilões, onde 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.

A continuidade nas vendas dos CPs, entretanto, foi interrompida, pois a legislação que regulamenta a sua colocação no mercado previa a suspensão caso o Governo não realizasse nenhum leilão de privatização até a quarta colocação.<sup>3</sup>

A suspensão das vendas de CPs poderá fazer o Governo reduzir o volume de resgate da dívida pública este ano em pelo menos Cr\$ 36 bilhões, uma vez que a Lei das Diretrizes Orçamentárias (LDO), que fixa as linhas básicas para o orçamento da União, diz que os recursos das vendas de CPs devem ser usados, exclusivamente, para o resgate da dívida.

No início de 1991, o Governo deverá voltar a emitir os CPs, tão logo as licitações públicas das empresas que deverão ser privatizadas estiverem concluídas.

## As contas do governo

As contas do Governo, no que diz respeito à receita bruta, apresentaram, no período janeiro-outubro deste ano, em relação a igual período do ano passado, um crescimento real de 40% (Tabela 4).

Nos meses de abril e maio, logo após o Plano Collor, as receitas tiveram um crescimento significativo devido a fatores extraordinários, tais como os ganhos transitórios com o IOF, que atingiu, de uma só vez, ativos e aplicações de que o contribuinte era titular em

---

<sup>3</sup> A Resolução nº 1.721 do BACEN, que estabeleceu normas para a venda dos CPs, determinou que as ofertas seriam suspensas se 120 dias após cada aquisição de papéis não houvesse um leilão de ações.

16.03.90, e os ganhos com pagamento de impostos com os cruzados novos retidos, autorizado pelo Governo até 18.05.90.

Somente no mês de abril, o IOF somou Cr\$ 159,2 bilhões, com um crescimento real de 815% em relação ao mês de março de 1990.

Em junho e julho, as receitas com impostos apresentaram um declínio. Em agosto, houve uma recuperação, com crescimento real de 11% 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. A previsão de arrecadação com esse imposto era de Cr\$ 10 bilhões a Cr\$ 12 bilhões por mês. Essa tributação, além de constituir-se em um ganho permanente para a União, não precisava ser repassada para estados e municípios.

Em setembro, as receitas ainda tiveram um crescimento, mas, em outubro, voltaram a declinar, mostrando os primeiros reflexos da queda do nível de atividade no País.

Quanto às despesas, o acumulado real até outubro, em relação ao mesmo período de 1989, mostra uma queda de 21%, sobressaindo-se os encargos da dívida mobiliária federal, que apresentaram uma redução de 81% comparados aos dos primeiros 10 meses do ano anterior. Para isso, contribuiu em grande parte o próprio Plano, que interrompeu, num primeiro momento, a "ciranda financeira", reduzindo a dívida pública pelo congelamento do Bônus do Tesouro Nacional (BTN) e, após, pela monetização de parte da dívida através da conversão de cruzados em cruzeiros para pagamentos de tributos. Um outro fator também relevante foi a substituição que o Governo fez das LFTs que eram lastreadas pelas operações do "overnight" pelo BTN-série especial, os quais ficaram retidos no BACEN. Este último título tem amortização efetuada a médio prazo, com correção monetária de acordo com a variação da inflação oficial mais taxas de juros de 6% ao ano.

As despesas com pessoal e encargos sociais, no acumulado do ano até outubro, cresceram, apesar de os funcionários públicos terem ficado sem aumento salarial de março até setembro. Em outubro, foi dada uma antecipação de 30%. No que diz respeito ao resultado das contas, o que se previa imediatamente pós-Plano era que o elevado montante de arrecadação verificado em abril e maio não devia perdurar, pois eram transitórios. Como o "superavit" registrado pelo Tesouro se baseava, sobretudo, nesses ganhos pelo lado da receita, uma vez que as despesas não apresentavam decréscimo, esperava-se que, a partir de junho, o Governo fosse conviver com receitas menores, o que significaria redução desse "superavit".

Tabela 4

## Execução financeira do Tesouro Nacional — jan.-out./90

| DISCRIMINAÇÃO                                                | VALOR NOMINAL             |                                | VARIAÇÃO<br>% REAL<br>(1) |
|--------------------------------------------------------------|---------------------------|--------------------------------|---------------------------|
|                                                              | Out./90<br>(Cr\$ milhões) | Jan.-Out./90<br>(Cr\$ milhões) |                           |
| I - Fluxo fiscal                                             |                           |                                |                           |
| A - Receitas .....                                           | 458 848                   | 3 158 456                      | 31                        |
| Recolhimento Bruto .....                                     | 413 054                   | 2 905 228                      | 40                        |
| Incentivos fiscais .....                                     | -4 000                    | -26 035                        | -11                       |
| Receitas de operações de crédito .....                       | 43 533                    | 236 499                        | -37                       |
| Receitas de CPs .....                                        | 0                         | 34 058                         | -                         |
| Remuneração de disponibilidades .....                        | 4 221                     | 18 710                         | -                         |
| B - Despesas .....                                           | -452 599                  | -3 009 223                     | -21                       |
| Liberações vinculadas .....                                  | -173 672                  | -554 022                       | 42                        |
| Transferências constitucionais (FPM,<br>FPE, IPI e FE) ..... | -57 774                   | -572 022                       | 102                       |
| Demais transferências a estados e muni-<br>cípios .....      | -15 431                   | -42 254                        | -27                       |
| Outras despesas .....                                        | -60 457                   | -239 076                       | -15                       |
| Liberações ordinárias .....                                  | -285 535                  | -2 052 453                     | -36                       |
| Pessoal e encargos sociais .....                             | -138 018                  | -1 149 750                     | 60                        |
| Serviço das dívidas interna e externa ..                     | -17 369                   | -79 420                        | -10                       |
| Outras despesas .....                                        | -79 394                   | -337 532                       | -35                       |
| Encargos da dívida mobiliária federal ..                     | -525                      | -250 409                       | -81                       |
| Despesas das operações oficiais de cré-<br>dito .....        | -43 529                   | -183 783                       | -57                       |
| Refinanciamento de dívidas com aval da<br>União - M.F. ....  | -6 800                    | -56 066                        | 98                        |
| Restos a pagar de 1989 .....                                 | 0                         | -35 173                        | 10                        |
| Variação das contas de suprimento .....                      | 6 708                     | 37 252                         | -73                       |
| Resultado A + B .....                                        | 4 249                     | 159 233                        | -                         |
| Resultado A + B - CPs .....                                  | 4 249                     | 125 177                        | -                         |
| II - Financiamento                                           |                           |                                |                           |
| C - Receitas .....                                           | 253 095                   | 2 944 203                      | -63                       |
| Remuneração de Disponibilidades do BACEN                     | 253 095                   | 1 038 027                      | 2 482                     |
| Resultado do BACEN .....                                     | 0                         | 1 060 625                      | 381                       |
| Operações de Crédito da União - DPMF ....                    | 0                         | 246 151                        | -89                       |
| D - Despesas .....                                           | -146 125                  | -1 255 760                     | -80                       |
| Resgates da dívida mobiliária federal ...                    | -146 125                  | -1 259 760                     | -80                       |
| Resultado C + D .....                                        | 116 996                   | 1 684 443                      | -3                        |
| Fluxo de Caixa A + B + C + D .....                           | 121 215                   | 1 843 676                      | 447                       |

FONTE: Ministério da Economia, Fazenda e Planejamento.

NOTA: 1. Dados preliminares.

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

(1) Variação percentual real acumulada de jan.-out./90 em relação ao mesmo período do ano anterior. Valores inflacionados pelo IPC médio do período.

Portanto, a perspectiva para o segundo semestre era de que ocorresse um desequilíbrio nas contas públicas. O Governo, inclusive, já admitia, então, a impossibilidade de manter a meta de um "superavit" operacional de 2% do PIB.

Realmente, nos últimos meses do ano, o "superavit" de caixa do Tesouro Nacional declinou. Em setembro, foi de Cr\$ 166,99 bilhões e, em outubro, caiu para Cr\$ 121,21 bilhões.

A redução do "superavit" nesse mês se deveu principalmente a um aumento dos gastos decorrentes da revisão orçamentária aprovada pelo Congresso em 16.10.90, que garantiu uma suplementação até o final do ano de Cr\$ 2,5 trilhões. Com isso, o Tesouro Nacional começou a desembolsar recursos que tinha em caixa, mas que não podia aplicar por falta de dotação.

Em novembro, a execução financeira do Orçamento Geral da União (OGU) apresentou o mais baixo "superavit" de caixa do Tesouro desde a implantação do Plano. A responsabilidade mais forte por esse desempenho foi das despesas, que se elevaram. A folha de pessoal, por exemplo, elevou-se de Cr\$ 138 bilhões em outubro para Cr\$ 170 bilhões em novembro, devido à antecipação de 30% nos salários do funcionalismo.

Diante desse quadro que mostra uma tendência da redução dos "superavits" nas contas, o Governo pretende reagir, implementando, em 1991, um corte significativo nas despesas e uma elevação considerável nas receitas. Para isso, a proposta orçamentária para o ano que vem enviada ao Congresso Nacional é a mais rígida na contenção de gastos e enxugamento de despesas com custeio e pessoal desde 1985.

A previsão de despesa e a estimativa de receita são de Cr\$ 8,6 trilhões, sendo Cr\$ 5,6 trilhões do Orçamento Fiscal e Cr\$ 3 trilhões do Orçamento de Seguridade Social.

Os primeiros atingidos com essa austeridade serão estados e municípios. O Governo fará uma severa restrição à rolagem da dívida mobiliária, que, em 1991, deverá absorver apenas 27% do total orçado, ao contrário do que aconteceu este ano, quando o percentual chegou até 61%.

O Governo trabalha para alcançar no próximo ano um "superavit" operacional nas contas públicas de 1% do PIB, requisito, segundo ele, para a estabilização monetária e para um crescimento econômico de 3% do PIB no mesmo exercício. Em relação a 1990, o Governo quer reduzir em 10% suas despesas de custeio, incluindo pessoal; 15% nas diárias e consultorias; 3% na locação de mão-de-obra; e 50% em publicidade e propaganda.

Para sinalizar essa disposição em equilibrar as contas do setor público em 1991, o Governo, em dezembro, enviou ao Congresso e foi aprovada uma medida provisória de ajuste fiscal, propondo, dentre outras medidas, que o FINSOCIAL passe de 1,2 para 2% do faturamento das empresas e que a base de cálculo do IPI que incide sobre bebidas e refrigerantes seja alterada de 30% para 40%, o que projeta uma estimativa de arrecadação adicional para o Governo entre Cr\$ 13 bilhões e 14 bilhões.

Porém o ajuste mais significativo deverá centrar-se nos cortes de gastos do OGU, onde se prevê, dentre outras, uma redução real de aproximadamente 20% na folha de salários da administração pública federal e também nas empresas estatais.

A concentração da dívida mobiliária federal, cujo estoque subiu para Cr\$ 13,662 trilhões no final de outubro, quando, em final de setembro, havia atingido Cr\$ 12,037 trilhões, ocorreu de forma a dar ao Tesouro Nacional uma folga de caixa, buscando enfrentar o ano de 1991, quando o Governo terá que devolver o dinheiro que ficou congelado no BACEN. Assim, o Governo resgatou, no fim do ano, um considerável montante de títulos que só venceriam em 1991.<sup>4</sup>

## Conclusão

Passados praticamente 10 meses da implantação do Plano Collor, com a inflação beirando a casa dos 20% ao mês, reacende-se no País o debate sobre a eficácia do plano de estabilização que tem nas políticas monetária e fiscal as suas duas grandes âncoras.

Com relação à política monetária, pode-se dizer que ela até agora tem resistido à crítica forte de seus opositores e ao apoio entusiasmado de seus defensores. Não se confirmaram nem a catástrofe prevista pelos que apontaram o erro de concepção da reforma monetária (atuar sobre o estoque e não sobre o fluxo monetário da economia) nem o sucesso absoluto e imediato esperado pelos que profetizavam o fim da inflação.

---

<sup>4</sup> O Governo tem hoje em estoque 54,9% da sua dívida em BTN especial. O estoque com LFTs atinge apenas 14%, quando, em março, chegou a representar 64% da dívida pública mobiliária federal.



É importante sublinhar, entretanto, que, sem a reforma monetária, algumas forças importantes do regime inflacionário não teriam sido desbaratadas. O bloqueio de recursos, embora aplicado imperfeitamente sobre as empresas, recaiu de imediato sobre as pessoas físicas e correu decisivamente para impedir uma pressão de consumo capaz de prejudicar o Plano, sobretudo enquanto vigorava o "congelamento" de preços. Mais decisivo foi o impacto da reforma sobre o sistema financeiro e sobre os bancos. A reforma deixou-os numa posição defensiva permanente. De início, amargaram a dúvida quanto a sua capacidade de adaptação à queda bruta da inflação. Depois, foram submetidos a sucessivos constrangimentos: a exigência da compra dos CPs, a ampliação da base para o recolhimento compulsório e a aproximação da data fixada para o acerto das posições devedoras em cruzados novos. Isso foi acompanhado por uma elevação das taxas de juros e pela reintrodução do risco de capital na formação de posições em títulos (fim do financiamento automático das carteiras no mercado aberto), além do aumento do custo de transação nas mudanças de "portfólio" de curto prazo (nova sistemática de IOF).

Quanto à questão fiscal, discute-se a sua magnitude, isto é, se o ajuste ocorrido foi do tamanho requerido para atuar sobre a estabilidade econômica.

Pelo lado da receita fiscal, parece inegável, após a apreciação do desempenho das contas públicas, que a arrecadação federal pós-Plano apresentou um comportamento bastante positivo. Isso se deveu principalmente à conjugação de três fatores. O primeiro foi o aumento de alíquotas de impostos, o segundo, a diminuição da evasão fiscal, o terceiro, e último, a menor incidência do "efeito Tanzi" (ainda mais dificultado pela indexação dos tributos).

Pela ótica do dispêndio, embora tenha ocorrido uma grande economia de recursos com os encargos da dívida mobiliária, o mesmo não se deu com outros itens importantes do dispêndio do Tesouro, como as transferências a estados e municípios — que aumentaram — e as despesas com pessoal.

O resultado de caixa até novembro não permite negar a existência de um esforço fiscal importante depois de março, entretanto, ao aproximar-se o fim do ano, o "superavit" veio reduzindo-se, o que projeta que algo deverá ser feito para manter o equilíbrio das contas públicas, além das medidas já tomadas em fins de dezembro (aumento das alíquotas do FINSOCIAL, do IPI sobre bebidas e cigarros, etc.) e que deverão resultar numa elevação da receita já no início do próximo ano.

Para 1991, as seguintes pressões, principalmente pelo lado das despesas, poderão ocorrer: em janeiro, o reajuste do funcionalismo público; a partir de setembro, a pressão sobre o serviço da dívida interna com o início da devolução dos cruzados recolhidos ao BACEN na data da divulgação do Plano; o aumento de transferências aos estados e municípios, as quais, em função da legislação em vigor pela própria Constituição, deverão crescer progressivamente até 1993. Quanto à receita fiscal, não resta dúvida de que, persistindo o quadro recessivo, haverá um impacto negativo sobre a arrecadação. Esse fato atingirá indiscriminadamente as três esferas governamentais.

Esse conjunto de problemas suscita como solução um aumento da carga tributária líquida. A questão é como fazê-lo num curto período e com todo o conjunto legal de imposições. Tecnicamente, a solução deve passar pela ampliação da base da arrecadação, já que a criação de impostos é muito polêmica, além de ter que atender, na maioria das vezes, ao princípio da anualidade. Por outro lado, observando as despesas, a reforma administrativa deve ser considerada como um dos maiores esforços para disciplinar os gastos do Estado. Entretanto questões como essas e uma outra adicional de caráter complexo, como o serviço da dívida pública, dificilmente poderão ser resolvidas fora de um debate abrangente com a sociedade.

Diante do cenário que se apresenta, pode-se dizer que o Governo Collor está "num corner", numa situação em que não há saída satisfatória. As únicas alternativas do Governo são provocar uma forte recessão ou permitir uma intensa escalada da inflação.

Para evitar uma recessão profunda, a equipe econômica teria que relaxar a política monetária, o que, no entanto, certamente levaria a uma escalada da inflação, e, portanto, acredita-se que não será adotada.

Assim, a recessão profunda parece ser a alternativa escolhida pelo Governo para o próximo ano, e, nesse caso, o aperto da política monetária deverá ser mantido, bem como o ajuste fiscal ampliado.