

POLÍTICA ECONÔMICA

Políticas monetária e fiscal*

*Edison Marques Moreira***

Introdução

As políticas monetária e fiscal, no segundo trimestre de 1991, não apresentaram nenhuma medida de impacto que alterasse o atual contexto da política econômica. Entretanto três fatos relevantes marcaram esse período: o fim do processo de monetização da economia decorrente do Plano Collor II, a substituição da equipe econômica comandada pela Ministra Zélia Cardoso de Mello e o início do processo de descongelamento dos preços.

Política monetária

O cenário da política monetária no segundo trimestre do ano foi marcado principalmente pelo fim do processo de monetização da economia, iniciado com o Plano Collor II, e pela substituição da Ministra Zélia Cardoso de Mello pelo Ministro Marcílio Marques Moreira, fato que gerou uma expectativa de adoção de uma política mais "soft".

No primeiro caso, como se observa nos dados da Tabela 1, os meios de pagamento, em março e sobretudo em abril, apresentaram uma desaceleração nas suas taxas de crescimento, se comparados com os dos meses imediatamente anteriores, revelando uma acomodação do volume de moeda em circulação na economia, passadas as incertezas iniciais provocadas pelo impacto das principais medidas do Plano.

* Este trabalho contou com apoio financeiro da FAPERGS.

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

Tabela 1

Evolução, mês a mês, da base monetária e dos meios de pagamentos no Brasil — jan./90-maio/91

(%)

PERÍODOS	BM (1)	AGREGADOS			
		M1 (2)	M2 (3)	M3 (4)	M4 (5)
1990					
Jan.	19,1	13,4	50,3	50,1	50,5
Fev.	74,4	91,8	68,7	80,2	75,8
Mar.	144,5	194,1	-37,4	-31,3	-28,9
Abr.	70,0	35,6	50,5	40,4	40,4
Mai	58,3	36,0	35,5	19,6	21,4
Jun.	-9,2	-0,5	-1,2	-0,4	8,4
Jul.	-9,0	0,0	6,7	11,9	13,4
Ago.	2,6	9,3	8,2	10,7	13,2
Set.	17,9	14,7	6,2	8,0	12,8
Out.	-0,2	0,2	7,6	9,8	12,7
Nov.	11,6	19,2	15,9	14,4	13,9
Dez.	58,0	38,6	25,4	24,4	20,7
1991					
Jan.	-19,3	-14,8	14,8	17,4	20,1
Fev.	38,4	51,1	17,8	18,2	12,5
Mar.	11,7	6,5	1,1	5,4	11,0
Abr.	0,2	1,7	6,3	7,3	10,6
Mai	11,0	7,9	10,0	10,0	11,4

FONTE: BACEN.

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

(1) Base monetária é a emissão da moeda mais reservas bancárias. (2) M1 é igual a depósitos à vista mais moeda em poder do público. (3) M2 é igual a M1 mais títulos federais fora do BACEN. (4) M3 é igual a M2 mais poupança. (5) M4 é igual a M3 mais depósitos a prazo.

Analisando-se o comportamento de cada agregado monetário individualmente, em maio, a base monetária (BM), no encerramento do mês, mostrou incremento de 11% na evolução ponta a ponta (último dia do mês comparado com o primeiro). Ao longo de 12 meses, porém, verificou-se acentuada queda real no seu estoque, mostrando o efeito da política monetária austera praticada no primeiro ano do Governo Collor.

Os principais determinantes da expansão da base monetária foram, além das operações com títulos públicos junto ao BACEN, que, no mês de abril, alcançaram Cr\$ 738 bilhões, as operações do setor externo, com impacto expansionista líquido no mês de maio de Cr\$ 368 bilhões, basicamente em decorrência da recuperação das reservas internacionais. Na verdade, o BACEN conseguiu mais do que recuperar o valor de US\$ 1,1 bilhão que perdeu em março e que fez cair as reservas para o nível de US\$ 7,468 bilhões. Na posição de abril, as reservas em caixa alcançaram US\$ 7,609 bilhões, mas, em final de maio, já atingiram cerca de US\$ 8,8 bilhões.

Quanto aos fatores responsáveis pela contração desse agregado, destacam-se principalmente os depósitos vinculados aos Fundos de Aplicações Financeiras (FAFs), que, em decorrência do enquadramento da composição de suas carteiras ao nível exigido, revelaram um incremento de Cr\$ 766 bilhões no mês de abril, os quais foram integralizados basicamente com recursos provenientes de resgates nas operações com títulos públicos junto ao BACEN.

Com relação ao agregado M1, verificaram-se taxas de expansão na ponta de 1,7% em abril e 7,9% em maio. A exemplo do que se observa no caso da BM, essa variável mostrou também grande queda real no período de 12 meses.

Quanto ao agregado M2, que é constituído na sua maior parte pelos títulos do Governo dentro do FAF, houve uma elevação, nos meses de abril e maio, de 6,3% e 10,7% respectivamente.

O M3, que engloba a poupança, mostrou um crescimento nominal nos dois primeiros meses do trimestre considerado. Com relação à poupança especificamente, esse ativo financeiro vem apresentando saldos crescentes, o que sinaliza uma retomada, pelos investidores, dessa forma de aplicação.

O agregado M4, que inclui os depósitos a prazo do sistema monetário, registrou também uma ligeira expansão no período em análise. Considerando-se exclusivamente os depósitos a prazo, eles vêm aumentando, o que indica o retorno dos agentes econômicos às aplicações financeiras com o fim do processo de monetização da economia decorrente do último Plano Collor.

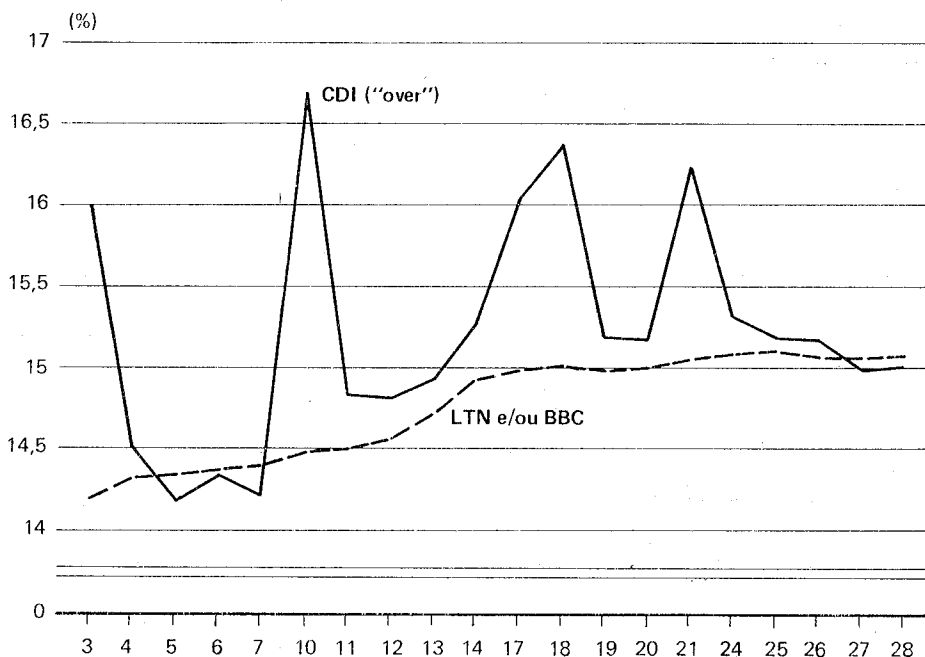
Por fim, vale observar que a liquidez global da economia permaneceu estável nesse trimestre, considerando-se a relação M4/PIB, que não mostrou alteração significativa, mantendo-se no patamar dos 12%, como vem ocorrendo desde maio do ano passado.

Quanto à troca da equipe econômica em maio, tal fato trouxe expectativas aos agentes econômicos sobre a possibilidade de uma mudança na condução da política monetária, embora o novo Ministro da Economia, Marcílio Marques Moreira, tivesse declarado, desde a sua indicação, que daria continuidade à política monetária implementada pela equipe que deixou o Governo.

Um dos principais sinais de que algo poderia mudar foi detectado via a persistente elevação, no mês de junho, das taxas de juros nominais no "overnight", levando o mercado financeiro a desconfiar de que o BACEN poderia estar pretendendo utilizar a taxa de juros como o instrumento principal da política monetária em detrimento do controle da expansão dos meios de pagamento.

GRÁFICO 1

EVOLUÇÃO DAS TAXAS DO CDI ("OVER") E DE LTN E/OU BBC - 03 A 28.06.91



O custo primário do dinheiro referenciado em operações de troca de reservas bancárias por um dia ("overnight") manteve-se, no final de junho, no patamar dos 15% ao mês. Com isso, o "over" efetivo de junho ficou em 10,38%. Essa taxa garantiu juros reais de 0,9% sobre a Taxa Referencial de Juros (TR) de 9,4% fixada para o mês. Essa variação é a mais elevada desde março, quando a TR foi criada.

A possível utilização da taxa de juros como o principal instrumento de controle da liquidez parte da premissa de que, se persistir a estrutura de controle da moeda via estoques, algumas dificuldades poderão surgir, embutindo riscos, especialmente neste momento de descongelamento dos preços, como: dificuldade para estimular a formação de poupança e a possibilidade de ocorrer uma inflação de demanda, até porque o bloqueio de moeda imposto em março de 1990 terá seu prazo esgotado em setembro, data que deverá marcar o retorno - em 12 parcelas - dos cruzados novos retidos.

No caso do controle da política monetária via taxas de juros, este momento do mercado parece ser particularmente favorável. As instituições são dependentes em quase Cr\$ 1 trilhão de financiamento do BACEN, que se tornou dono absoluto do preço do dinheiro em reservas - ao criar o FAF e impor aplicações compulsórias -, pois o ajuste do "Fundão", praticamente encerrado em abril, provocou uma transferência de moeda ao BACEN da ordem de Cr\$ 800 bilhões, o que acabou deixando para a mesa de operações de mercado aberto do Banco Central a responsabilidade de suprir essa carência de recursos, repassando moeda das operações compulsórias dos FAFs - 20% em títulos públicos - para o sistema bancário. Portanto, podendo determinar livremente a taxa de juros mais conveniente no "open", o BACEN tem seu total controle no momento.

Se a taxa de juro primário da economia, atualmente referenciada em operações "overnight" de troca de reservas bancárias, for negativa no segundo semestre, como ocorreu no acumulado dos primeiros seis meses do ano (-4,9%), certamente o Governo não conseguirá direcionar a maior parte da massa monetária que resultará da liberação dos cruzados, que é estimada em Cr\$ 2 bilhões ao mês, para aplicações em ativos financeiros, o que, então, pressionará a demanda agregada numa fase em que a oferta se encontra deprimida, podendo advir daí uma elevação do nível geral de preços na economia.

O resultado sobre o mercado financeiro da política monetária imposta pelas autoridades monetárias no primeiro semestre, onde o principal instrumento foi o controle dos agregados monetários (Tabela 2), mostra que esse mercado conviveu com rendimentos nominais baixos e reais, considerando-se a TRD, muitas vezes negativos, à exceção das bolsas de valores, que foram fortemente influenciadas no período pela perspectiva alentadora de ingresso de capital estrangeiro no País.

Tabela 2

Rentabilidade real mensal e acumulada das aplicações
financeiras no Brasil — jan.-jun./91

APLICAÇÕES	JAN	FEV	MAR	ABR	MAIO	JUN	ACUMULADA NO ANO
Bolsa de SP	57,01	42,90	-18,44	-4,61	53,50	10,75	196,74
Bolsa de RJ	69,94	23,11	-16,30	0,19	50,70	3,22	172,92
CDB e/ou LC pré-fi- xado (30 dias)	0,39	0,37	0,33	0,34	1,59	1,73	4,83
CDB e/ou LC pós-fix- ado (60 dias)	4,77	2,59	2,51	2,19	2,14	1,69	16,96
Poupança	0,50	5,92	0,50	0,50	0,50	0,50	8,59
"Overnight" (1)	-4,74	-2,71	0,45	0,67	0,51	0,90	-4,96
Ouro físico	3,67	-4,44	-3,27	2,78	-0,05	1,42	-0,17
Ouro Spot	1,91	-4,44	-3,27	2,78	-0,05	1,42	-1,86
Dólar paralelo	5,77	-0,81	-2,14	1,79	-1,26	-0,11	3,07
FAF (2)	-	-	0,14	0,25	0,47	-0,09	0,77

FONTE: GAZETA MERCANTIL (29.6.91). São Paulo.
— (01.7.91). São Paulo. p.18.

(1) A partir de março, só taxa bruta. (2) Acumulado do ano calculado a partir de mar./91.

Política fiscal

O Governo, ao longo do segundo trimestre do ano, praticamente não efetuou nenhuma mudança significativa na condução da política fiscal, deixando-a seguir o seu curso, principalmente no que se refere à austeridade nos gastos públicos.

Dois fatos, entretanto, mereceram destaque no seu contexto. O primeiro é a remessa ao Congresso Nacional,

pelo Ministério da Economia, do anteprojeto da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO)¹, cujos principais pontos são a previsão, para 1992, de um "superavit" operacional de 0,5% do PIB; uma redução de 10% das despesas de custeio em relação a 1990; a proibição de transferências voluntárias para estados e municípios, exceto para setores de saúde, educação e assistência social; e o impedimento de gastos com novas construções de imóveis, aquisição de veículos de representação e mobiliário.

O segundo é a classificação, no final de junho, da Taxa Referencial de Juros Diária como encargo financeiro, retirando seu caráter de indexador de impostos, só podendo, portanto, ser aplicada quando houver atraso no pagamento dos impostos. Em função disso, o Governo, para garantir a execução do Orçamento Geral da União dentro das metas estabelecidas para este ano, editou uma série de medidas para assegurar a manutenção da receita. Destacam-se, dentre elas, o encurtamento dos prazos de recolhimento do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) — a partir de agora, o IPI deverá ser pago até o quinto dia subsequente à quinzena em que ocorreu o fato gerador — e a autorização para que os agentes econômicos utilizem os cruzados novos para a quitação de toda e qualquer dívida com a Fazenda Pública até 30 de dezembro de 1991.

No que tange às reformas administrativa e patrimonial, o Governo segue preparando o processo de privatização de empresas públicas e não conseguiu colocar à venda, no primeiro semestre, nenhuma das quatro visadas — Mafersa S/A., USIMINAS, USIMEC e Companhia Siderúrgica de Tubarão (CST). Há, contudo, para agosto, a possibilidade definitiva de a primeira estatal — USIMINAS — ser negociada.

A venda de imóveis funcionais da União, operação que o Governo começou a desenvolver a partir de novembro do ano passado e que tinha sido suspensa temporariamente a partir de primeiro de fevereiro, quando o Plano Collor II extinguiu o BTN, o qual era utilizado na correção dos imóveis, foi retomada em 15 de abril. Desde o início da sua vigência até 17 de maio, já haviam sido vendidos 10,5 mil imóveis dos cerca de 20 mil colocados à venda, representando uma arrecadação em torno de

¹ A Lei de Diretrizes Orçamentárias dita as normas para elaboração do Orçamento Geral da União (OGU). Ela foi criada pela Constituição de 1988 e é feita anualmente, devendo ser votada pelo Congresso até 30 de junho.

Cr\$ 110 bilhões a preços correntes. Desse total, Cr\$ 14,5 bilhões foram recolhidos a título de entrada.

As contas do Governo

O Governo fechou suas contas em todos os meses do segundo trimestre deste ano com "superavit", aliás, como já vem acontecendo desde março de 1991.

No acumulado do semestre, o Governo alcançou uma receita de Cr\$ 5.773.950 milhões e registrou uma despesa no montante de Cr\$ 5.741.386 milhões (Tabela 3). O comportamento da receita no período de janeiro a junho de 1991 mostra uma redução real de 34% em comparação ao que foi arrecadado no mesmo período em 1990.

Essa queda da receita deve-se principalmente ao fato de que, no primeiro semestre de 1990, houve um aumento temporário da base tributável do IOF sobre os ativos financeiros, o que elevou sua arrecadação nesse período. Um fator que amenizou essa queda da receita foi que a arrecadação para o Fundo de Investimento Social (FINSOCIAL), que se origina da contribuição sobre o faturamento de todas as empresas, atingiu, em maio, praticamente o dobro da arrecadação dos últimos meses, com exceção de abril.² Isso ocorreu devido ao fato de que a alíquota desse tributo aumentou de 1,2% para 2%.

Em relação às despesas, estas caíram 32% em termos reais no primeiro semestre do ano frente a igual período de 1990. As liberações vinculadas, que são transferências constitucionais, tiveram uma queda de 17%, enquanto as liberações ordinárias sofreram uma redução de 41%, ambas em termos reais. Dentro das liberações ordinárias, as despesas com pessoal tiveram, de janeiro a junho, uma queda real de 40% em comparação a idêntico período do ano passado.

Apesar dos constantes "superavits", a possibilidade de encerrar o exercício com a execução orçamentária equilibrada é uma incógnita, ainda que o Estado não esteja praticamente fazendo investimentos, tenha comprimido sa-

² A média de arrecadação nos três primeiros meses do ano foi de aproximadamente Cr\$ 87 bilhões, enquanto, em maio, esse tributo arrecadou Cr\$ 175 bilhões.

lários do funcionalismo público e esteja adiando pagamento a credores. Além disso, deve ser lembrado que, até o final do ano, a Receita Federal deixará de arrecadar Cr\$ 1,88 trilhão, em função dos incentivos fiscais vigentes, o que

Tabela 3

Execução financeira do Tesouro Nacional — jan.-jun./91

DISCRIMINAÇÃO	VALOR NOMINAL (Cr\$ milhões)		Δ% ACUMULADA (1)
	Jun./91	Jan.-Jun./91	
I - Fluxo fiscal			
A - Receitas	1 320 216	5 773 950	-34,0
Recolhimento bruto	1 218 539	5 255 800	-38,0
Incentivos fiscais	-19 500	-47 478	-39,0
Retorno das operações oficiais de crédito	114 787	534 354	53,0
Emissão de certificados de privatização (CPS) ..	0	5	0,0
Remuneração de disponibilidades - Banco do Brasil	6 390	31 269	112,0
B - Despesas	-1 312 629	-5 741 386	-32,0
Liberações vinculadas	-569 809	-2 192 446	-17,0
Transferências constitucionais - FPM, FPE, IPI - Exportação e FE	-283 755	-1 348 032	-28,0
Demais transferências a estados e municípios	-7 486	-72 204	40,0
Outras vinculações	-278 568	-772 210	10,0
Liberações ordinárias	-742 820	-3 536 958	-41,0
Pessoal e encargos sociais	-372 867	-1 873 750	-40,0
Encargos da dívida contratada - interna e externa	-62 548	-117 061	41,0
Outras despesas (custeio e/ou investimento) ..	-198 346	-734 228	-2,0
Encargos da dívida pública mobiliária federal (DPMF)	-225	-9 259	-99,0
Operações oficiais de crédito	-102 863	-456 669	26,0
Refinamento de dívidas com aval da União (MF) ..	0	0	-100,0
Restos a pagar de 1990	-5 971	-345 991	87,0
Variação das contas de suprimento	0	-11 982	-105,0
Resultado A+B	7 587	32 564	-92,0
Resultado A+B - CPS	7 587	32 559	-92,0
II - Financiamento			
C - Receitas	320 330	1 498 317	-84,0
Remuneração de disponibilidade do BACEN	320 330	1 375 907	-14,0
Resultado do BACEN	0	0	-100,0
Emissões de títulos públicos federais - DPMF ..	0	0	-100,0
Recursos do empréstimo compulsório	0	122 410	0,0
D - Despesas	-64 401	-499 757	-89,0
Resgates da dívida mobiliária federal	-74	-289 372	-93,0
Amortização da dívida contratada - interna e externa	-64 327	-210 385	54,0
Resultado C+D	255 929	998 560	-79,0
Fluxo de caixa (A+B+C+D)	263 516	1 031 124	-80,0

FONTE: Ministério da Economia, Fazenda e Planejamento.

NOTA: Dados preliminares.

(1) Os cálculos da variação percentual acumulada foram efetuados considerando a soma dos valores inflacionados pelo IPC médio.

Perspectivas

O cenário da economia para o segundo semestre do ano contém um evento de fundamental importância para a estabilidade das taxas inflacionárias, que é a liberação, a partir de setembro, dos cruzados retidos junto ao BACEN.

O desbloqueio dos Cr\$ 7,3 trilhões poderá causar um impacto expansionista sobre a base monetária de considerável proporção, levando a uma indesejável monetização da economia. Se essa massa de moeda for em grande parte direcionada para o consumo, certamente alimentará a elevação do nível geral de preços, já que a oferta da economia se encontra deprimida devido à recessão.

Para evitar que essa situação ocorra, as autoridades monetárias, dentre outras medidas de política monetária, poderão lançar um novo título no mercado para enxugar a liquidez e/ou passar a alavancar a TR para estimular a manutenção de recursos em aplicações financeiras.

Na área da política fiscal, não há perspectiva de alteração do quadro atual, mas, sim, a iminência de um intenso debate no Congresso Nacional sobre o projeto da reforma tributária do Governo, que, se aprovado, deverá entrar em vigor no próximo ano.