

POLÍTICA ECONÔMICA

Política monetária em 1993: à espera de um plano de estabilização*

*Edison Marques Moreira***

A política econômica, ao longo de 1993, atuou tanto no sentido de manter sob controle a inflação quanto na preparação de terreno para um futuro plano de estabilização. Para isso, combinou medidas destinadas ao saneamento das finanças públicas com iniciativas nas áreas cambial e monetária.

A trajetória dos preços até novembro evidenciou uma acomodação da inflação, após sua significativa elevação entre julho e setembro, quando, medida pelo IPC-FIPE, saltou de 30,9% para 34,1%. Em dezembro, diante da divulgação do programa de estabilização do Ministro da Fazenda, Fernando Henrique Cardoso, os agentes econômicos inquietaram-se face às prováveis dificuldades de sua exequibilidade (por exemplo, a aprovação, no Congresso, da elevação dos impostos), e aguarda-se para o último mês do ano uma elevação relativamente significativa da inflação.

Ao longo do ano, além da mudança do padrão monetário nacional para o cruzeiro real, equivalendo a nova moeda a mil cruzeiros, três programas econômicos foram elaborados. O primeiro foi o Plano Eliseu, divulgado em 24 de abril. Esse plano, que reunia uma série de iniciativas que vinham sendo estudadas pelo Ministério da Fazenda em diversas frentes desde a gestão anterior do ex-Ministro Paulo Haddad, não incluía nenhuma medida efetiva de combate direto à inflação. Com o anúncio do plano, o Presidente Itamar Franco tentou responder às críticas de imobilismo que atingiam o seu governo. Entre as metas principais do Plano, estavam o equilíbrio das contas públicas com cortes no Orçamento e o combate à sonegação. Esse plano não foi implementado devido à renúncia do Ministro Eliseu.

Em maio de 1993, assumiu o Ministério da Fazenda o Ministro Fernando Henrique Cardoso, que, no final do mesmo mês, divulgou um novo programa — Plano de Ação Imediata (PAI) —, que se fundamentava principalmente em medidas na área fiscal.

Dentro das diretrizes do Plano de Ação Imediata, pode-se dizer que, em relação ao gerenciamento macroeconômico de curto prazo, a opção foi uma política do tipo feijão-com-arroz de convivência com a alta inflação, à espera de que avanços nas metas propostas no Plano, em particular na questão fiscal, melhorassem a credibilidade da política econômica e dessem consistência a um futuro programa de estabilização.

* Este texto foi redigido com informações até 20 de dezembro de 1993.

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

De qualquer forma, além das iniciativas para o ajuste fiscal, algumas medidas adotadas, principalmente nos sete primeiros meses do ano (analisadas adiante), merecem destaque: mudanças na área cambial, com o intuito de reduzir as pressões monetárias daí derivadas; a tentativa de mudança na composição da dívida mobiliária federal em poder do público com o resgate de BBCs (títulos do Banco Central pré-fixados e de curtíssimo prazo) e sua substituição por NTNs (títulos do Tesouro pós-fixados, de prazos mais longos e de diferentes tipos).

Para o acerto das contas públicas, as principais linhas de atuação do Governo (para maiores detalhes, ver seção de política fiscal nesta publicação) foram: (a) corte de despesas orçamentárias; (b) aumento da arrecadação tributária, com a aprovação do IPMF pelo Congresso (depois suspenso, devendo retomar só em 1994), a intensificação do combate à sonegação e a resolução de pendências judiciais envolvendo a cobrança de tributos; (c) disciplinamento dos bancos oficiais, envolvendo, por resolução do CMN, a proibição aos bancos federais e estaduais de emprestarem aos seus controladores (estendendo a estes casos a "Lei do Colarinho Branco"), regras mais rígidas para o contingenciamento do crédito para o setor público (posteriormente, abrandadas em outra reunião do CMN, quando se excluíram as operações de antecipação de receitas orçamentárias dos estados daquelas cujos limites de crédito foram definidos) e a proibição de socorro do BACEN às instituições financeiras (à exceção de empréstimos de curto prazo do tipo assistência financeira de liquidez); (d) acordo sobre a rolagem das dívidas de estados e municípios com a União; (e) medidas no âmbito das empresas estatais, englobando corte de parcela dos investimentos previstos para 1993 e maior controle sobre a atuação dessas empresas, no que se refere a reajustes de tarifas, aumentos salariais e, de um modo geral, melhora de seu desempenho via contratos de gestão.

Finalmente, outra diretriz básica do PAI, mas na qual pouco se avançou, consistiu na redefinição e na aceleração do programa de privatização.

Em 7 de dezembro, pressionado pela evolução crescente da inflação, o Ministro Fernando Henrique Cardoso anunciou seu plano de estabilização da economia, que deverá durar dois anos e prevê três etapas. A primeira — e a mais importante delas, na avaliação da equipe econômica — é a aprovação, pelo Congresso Nacional, do Orçamento de 1994 proposto pelo Governo, com o déficit público zerado.

O programa prevê que o equilíbrio das contas públicas será obtido em duas etapas. Na primeira, o Governo promove um "ajuste-ponte" para zerar o déficit operacional (receitas menos despesas mais juros, excluída a correção monetária) do Orçamento, valendo-se de mecanismos que durarão por apenas dois anos e que terão a finalidade de financiar as despesas públicas em 1994 e 1995 (por exemplo, o Fundo Social de Emergência).

Mais adiante, a equipe econômica espera que a revisão constitucional viabilize a eliminação das receitas vinculadas permanentemente, exceto a dos estados e a dos municípios, transfira atribuições e crie condições para um ajuste mais durável.

Feito isso, o plano entrará na segunda fase, com a criação da Unidade Real de Valor (URV). Ela será uma unidade de referência com padrão estável de valor. Num primeiro momento, funcionará como indexador que refletirá a inflação presente. A idéia, segundo o Governo, não é desindexar a economia, mas desinercializá-la, isto é, eliminar a influência da inflação passada.

O cálculo será feito com base numa cesta de indicadores utilizada hoje pelo BACEN para determinar a taxa diária do câmbio e na definição dos juros. A variação da URV será a mesma do dólar comercial.

Para mostrar ao mercado que ela é confiável, o Governo vai usar o novo indexador nos impostos, sem, entretanto, acabar com a UFIR. Na prática, a UFIR passará a variar de acordo com a URV e não mais pelo IPCA-E.

Os preços administrados pelo Governo não serão convertidos em URV imediatamente, mas de forma gradual. Quanto aos demais produtos, contratos, aluguel, poupança, etc., poderão ser reajustados pelo novo índice voluntariamente, mas caberá ao Governo dizer em que momento cada setor poderá passar a indexar seus contratos pela URV.

Numa terceira etapa, que será deflagrada depois que esse indexador estiver disseminado pela economia, a URV será transformada numa nova moeda. O lastro da nova moeda poderá ser as reservas cambiais.

Junto com a criação da nova moeda, o Governo também pretende rever a estrutura do Banco Central, para garantir independência na sua atuação.

Os agregados monetários

A exemplo dos últimos anos, em 1993, o Governo exercitou uma política monetária restritiva de controle da oferta de moeda na economia e de taxas reais de juros relativamente elevadas (embora a níveis inferiores às de 1992), com a finalidade, conjuntamente com outros instrumentos de política econômica (políticas salarial e cambial), de evitar uma aceleração da inflação.

Atualmente, a política monetária é essencialmente passiva. Com a alta dos preços, cresce o estoque de moeda indexada (lastreada parcialmente em títulos públicos e depósitos no Banco Central), e sua conversão em moeda convencional faz-se ao sabor da demanda de moeda do público, com o Banco Central sancionando esse movimento via conversão de títulos públicos e/ou depósitos no BACEN em base monetária, a custo praticamente nulo para as instituições financeiras e para o público. Assim, a oferta nominal de moeda (base monetária e M1) tende a se expandir, a reboque da inflação e da demanda de moeda que a acompanha.

Na realidade, a economia gira com os recursos que estão depositados em moedas indexadas, sobretudo nos fundos disponíveis diariamente. A transformação da moeda indexada em depósitos à vista gera, por sua vez, uma necessidade de reservas bancárias. Como os bancos não carregam reservas excedentes — devido ao custo que a inflação alta impõe —, toda vez que o sistema bancário como um todo precisa de reservas, o BACEN tem que comprar títulos e vender reservas para controlar a base monetária, pois, caso isso não seja feito, os juros sobem significativamente.

No ano, em termos nominais, a base monetária, pela média dos saldos diários, atingiu, no acumulado até outubro, 778%, um crescimento menor que a inflação do período, que foi de 1.275%, medida pelo IPC-FIPE (Tabela 1).

O principal fator contracionista da BM nos 10 primeiros meses do ano foi a Assistência Financeira de Liquidez sobre deficiências de reservas bancárias (setembro foi o mês de maior pressão nesse sentido).

Também foram importantes as operações com títulos públicos federais realizadas pelo Banco Central, onde se destaca o mês de outubro, quando houve uma colocação líquida de títulos junto ao mercado, com impacto contracionista de aproximadamente CR\$ 248 bilhões. Com isso, a dívida mobiliária fora do BACEN cresceu 4,2% em relação ao mês anterior, enquanto a relação dívida/PIB atingiu 7,5% (Nota Impr., 1993, p.2).

Tabela 1

Evolução, mês a mês, da base monetária, dos meios de pagamento e do IPC-FIPE no Brasil — jan.-out./93

(%)

MESES	BM (1)	M1 (2)	M2 (3)	M3 (4)	M4 (5)	IPC-FIPE
Jan.	8,0	2,0	23,0	24,0	28,0	27,4
Fev.	19,0	27,0	29,0	32,0	26,0	25,1
Mar.	17,0	15,0	26,0	26,0	28,0	25,2
Abr.	25,0	33,0	26,0	25,0	27,0	28,7
Mai	23,0	18,0	26,0	28,0	26,0	29,1
Jun.	33,0	35,0	30,0	31,0	32,0	30,5
Jul.	28,0	22,0	34,0	34,0	33,0	30,9
Ago.	25,0	32,0	34,0	34,0	35,0	34,0
Set.	31,0	31,0	32,0	33,0	34,0	34,1
Out.	35,0	33,0	40,0	40,0	39,0	35,2

FONTE: BACEN.

NOTA: BM e M1 representam a média dos saldos diários, e os demais agregados referem-se à variação percentual dos saldos em relação ao mês anterior.

(1) Base monetária é o papel-moeda em circulação 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.

No sentido expansionista, o principal fator nos 10 primeiros meses do ano foram as operações do setor externo, com impacto líquido em torno de CR\$ 699 bilhões. O mês em que ocorreu a maior pressão desse fator sobre a BM foi o de outubro, quando chegou a CR\$ 371 bilhões, resultado do fluxo de recursos externos.

As operações do setor externo, desde maio (Tabela 2), praticamente se constituíram no principal fator de expansão monetária.

Para conter a pressão do forte influxo de recursos externos sobre o meio circulante, o BACEN adotou, em meados de julho, algumas medidas na área cambial. Dentre elas, destacam-se a ampliação do prazo durante o qual os exportadores podem converter os dólares recebidos em cruzeiros reais (de 45 para 90 dias) e a redução de 12 para seis meses do período máximo durante o qual o exportador deve embarcar a mercadoria no caso de pagamento antecipado da exportação. A primeira medida teve por objetivo induzir exportadores e importadores a reter moeda estrangeira, diminuindo, com isso, a necessidade do Banco Central de comprar divisas e, portanto, de injetar moeda na economia. A segunda medida pretendeu limitar o ingresso de financiamento através do pré-pagamento de exportações, vedando antecipações das receitas de exportação por mais de seis meses antes do embarque.

Tabela 2

Principais fatores condicionantes da base monetária
no Brasil — jan.-out./93

PERÍODOS	(CR\$ milhões)			
	TESOURO NACIONAL	OPERAÇÕES COM TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS	OPERAÇÕES DO SETOR EXTERNO	ASSISTÊNCIA FINANCEIRA DE LIQUIDEZ (1)
Jan.	-7 035	-11 961	11 018	-3 518
Fev.	14 225	19 437	-12 071	645
Mar.	-7 756	24 429	12 612	1 807
Abr.	-8 763	12 440	6 492	-563
Mai	-42 091	4 782	62 197	-2 022
Jun.	-2 567	7 136	30 896	-503
Jul.	22 421	-70 396	106 627	-824
Ago.	36 553	-68 018	87 414	-687
Set.	-50 941	203 493	23 047	-153 045
Out.	28 123	-247 624	371 061	-905
Acumulado no ano	-17 831	-126 282	699 293	-159 615

FONTE: BACEN.

NOTA: Variações de saldos no período.

(1) Inclui apenas os custos sobre deficiências de reservas bancárias.

No tocante à captação de recursos externos, o Banco Central realizou um ligeiro alongamento do prazo mínimo de 30 para 36 meses na contratação de dívidas sob forma de títulos como *commercial papers* e eurobônus. Com a ampliação dos prazos mínimos, esperavam as autoridades reduzir o influxo de empréstimos, obtendo, ainda, um benefício lateral, na forma de um alongamento da dívida externa.

Essa medida foi complementada com a ampliação de cinco para oito anos do prazo mínimo de amortização requerido para que a operação financeira pudesse gozar do benefício da isenção do Imposto de Renda. Porém, como o grosso das operações era feito com prazos inferiores a cinco anos (a exceção fica por conta de algumas poucas operações realizadas por grandes empresas estatais), a regra referente à isenção fiscal praticamente teve um efeito inibidor bastante limitado. A captação de recursos externos de médio e longo prazos, no volume acumulado em nove meses, atingiu US\$ 20,1 bilhões, ultrapassando em 13% o total do ano passado (US\$ 17,8 bilhões).

Afora essas medidas, em julho, o Banco Central, continuando com seu intuito de reduzir o impacto expansionista sobre a liquidez da entrada de divisas no País, baixou outras normas. Ele determinou que os bancos reduzissem em 50% sua capacidade de

adquirir linhas externas em dólar comercial e flutuante. Essa prática vinha ocorrendo cada vez com mais intensidade, devido ao diferencial entre os juros reais no Brasil e os praticados no mercado internacional, que eram significativamente inferiores, incentivando os agentes econômicos a tomarem dinheiro no mercado externo e a aplicarem no mercado financeiro brasileiro, auferindo, assim, um ganho maior.

A intenção do BACEN foi induzir os bancos a limitarem a captação de linhas de crédito externas e a aumentarem a retenção da moeda estrangeira em seu ativo.

Ainda nesse mês (julho), o BACEN adotou normas de flexibilização do mercado de câmbio para exportadores e importadores. Ele ampliou de 90 para 180 dias o prazo mínimo — após o embarque das mercadorias — dado aos exportadores para realizarem a troca dos dólares recebidos por cruzeiros reais. Os importadores também tiveram a mesma ampliação de prazo para fazer a compra de dólares antes do pagamento da mercadoria.

Ao flexibilizar os prazos para as trocas cambiais, a autoridade monetária pretendeu distribuir melhor, no tempo, os efeitos da entrada de dólares sobre a liquidez da economia.

Em agosto, através da Resolução nº 2.013, o BACEN vedou o acesso dos investimentos estrangeiros aos fundos de *commodities* e aos títulos de renda fixa, o que reduziu, a partir desse mês, o ingresso bruto dos investimentos em moeda. O volume acumulado no ano atingiu US\$ 8,8 bilhões brutos e US\$ 3,1 bilhões líquidos, montantes maiores do que os verificados no mesmo período de 1992.

Quanto às reservas internacionais (Tabela 3), estas, em setembro, situaram-se em US\$ 20,1 bilhões no conceito de caixa e em US\$ 26,9 bilhões sob a ótica de liquidez internacional, o que representa um crescimento de 13,77% e 22,69%, respectivamente, em relação ao mesmo período do ano anterior.

Tabela 3

Reservas internacionais no Banco Central do Brasil — 1993

FIM DE PERÍODO	CAIXA		LIQUIDEZ INTERNACIONAL	
	Valor (US\$ milhões)	Δ%	Valor (US\$ milhões)	Δ%
Jan.	18 779	-1,20	23 313	-1,86
Fev.	18 493	-1,52	22 890	-1,81
Mar.	17 960	-2,88	22 309	-2,54
Abr.	17 816	-0,80	22 737	1,92
Mai	18 661	4,74	23 981	5,47
Jun.	18 814	0,82	24 476	2,06
Jul.	19 619	4,28	25 937	5,97
Ago.	20 277	3,10	27 086	4,43
Set.	20 116	-0,55	26 948	-0,51

FONTE: BACEN.

Em relação aos meios de pagamento, o conceito restrito (M1), pela média dos saldos diários, cresceu, no acumulado jan.-out./93, 778% comparativamente a igual período do ano anterior, portanto, abaixo da inflação medida pelo IPC-FIPE.

Considerando-se os conceitos mais amplos, os agregados M2, M3 e M4 tiveram um comportamento, ao longo do ano, bastante próximo ao da inflação, o que significa que o Governo vem conseguindo manter o controle da moeda indexada (quase-moeda), evitando, assim, uma aceleração do processo inflacionário por pressão da demanda. É bem verdade que isso tem sido conseguido a um custo relativamente elevado, que é o exercício de taxas de juros significativamente altas ao longo do ano, principalmente no segundo semestre.

Taxas de juros e mercado financeiro

Com relação às taxas de juros reais, deve ser salientado que, no início do Governo Itamar, elas caíram apreciavelmente, refletindo determinação clara nesse sentido do Presidente da República (Tabela 4).

Em setembro, elas tiveram um pequeno aumento, mas elevação significativa mesmo ocorreu em outubro, em meio à especulação cambial que se seguiu ao anúncio pelo Ministro da Fazenda de uma futura unificação do mercado de câmbio.

Tabela 4

Evolução da taxa de juros real do "overnight" lastreado
em títulos públicos no Brasil — 1992/93

		(%)
PERÍODOS		Taxa Real (1)
1992		32,25
1993		
1º trimestre		17,65
2º trimestre		16,55
3º trimestre		13,08
Jul.		14,03
Ago.		9,62
Set.		15,67
Out.		37,98

FONTE: BOLETIM DE CONJUNTURA (1993). Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, V.13, n.3, p.11, out.

NOTA: Deflator: índice de inflação obtido pela média geométrica entre INPC-IBGE, AGP-DI da FGV e IPC-FIPE.

Além de sua utilização específica para inibir a especulação com moeda estrangeira, o aumento dos juros representou uma mudança na orientação da política monetária. Com a elevação dos juros, o BACEN pretendeu indicar, para os agentes econômicos, que não se encontrava amarrado a uma taxa real fixa baixa e que voltaria a utilizar de forma ativa a taxa de juros como instrumento antiinflacionário (evitando, por exemplo, a formação de estoques especulativos) e de sustentação das reservas internacionais.

O juro real que havia ficado em 2,34% em outubro, caiu, em novembro, para 1,98%, considerando-se o IPC-FIPE.

No último mês do ano, devido à divulgação do programa de estabilização do Ministro Fernando Henrique Cardoso, as expectativas inflacionárias aguçaram-se, o que levou o BACEN a provocar, em 13 de dezembro, um aumento nas taxas de juros nominais e reais. Naquele momento, a autoridade monetária ajustou também o dólar comercial às novas tendências da inflação para o mês, além de promover, por meio da realização de leilões de câmbio, a unificação das cotações do dólar negociado nos mercados flutuante (turismo) e comercial.

O conjunto de medidas teve o objetivo não só de preparar o caminho para a criação da URV, mas também de cortar pela raiz movimentos especulativos sobre a aceleração da inflação, que começaram a surgir junto aos agentes econômicos.

O comportamento das taxas de juros ao longo do ano foi um dos fatores que influenciaram o desempenho dos ativos financeiros em 1993.

No primeiro semestre, por exemplo, as Bolsas de Valores foram a melhor aplicação, registrando ganhos reais acumulados de 83,10%.

Esse desempenho foi impulsionado não só pelo movimento declinante das taxas de juros reais, mas também por momentos de confiança do mercado de ações na política econômica do Presidente Itamar e de seus Ministros da Fazenda no período (Eliseu e Fernando Henrique Cardoso), principalmente porque eles descartavam a adoção de qualquer tratamento de choque (congelamento, adoção de uma âncora nominal, cambial ou monetária) para estabilizar a inflação.

No final do primeiro semestre e início do segundo, as autoridades monetárias empenharam-se em alongar os prazos da dívida interna através de uma sucessão de leilões de NTN's que se encontravam na carteira do BACEN. Para tanto, privilegiou-se a colocação de títulos com correção cambial, bastante mais conveniente no caso de um plano de estabilização.

Portanto, foi possível conciliar redução das taxas de juros com melhoria no perfil da dívida pública.

O dólar paralelo, considerando-se o acumulado no período, teve um crescimento negativo de 7,07%. Isso ocorreu porque, ao longo do primeiro semestre, o BACEN fez inúmeras intervenções no mercado do dólar comercial, vendendo divisas para conter a alta do dólar no paralelo. Essa necessidade foi criada pela instabilidade política e econômica do Governo, devido às sucessivas trocas de Ministros, principalmente da Fazenda, e aos constantes boatos de mudança na condução da política econômica.

Os títulos bancários — CDBs —, embora apresentando rendimentos em abril, maio e junho menores do que em fevereiro (Tabela 5) e sofrendo uma redução nas suas emissões a partir de abril em função da queda da taxa real de juros, ainda encerraram o semestre detendo mais de 30% de toda a poupança financeira do País.

A cademeta de poupança, que havia apresentado uma retração real no saldo em março e abril, a partir de maio, segundo dados da Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança (ABECIP), voltou a crescer. A entrada de recursos foi motivada

principalmente pela mudança na forma de cálculo da Taxa Referencial de Juros (TR), que fez com que sua rentabilidade se elevasse, tomando-a mais competitiva no mercado financeiro.

No segundo semestre, praticamente todos os meses foram marcados por turbulência incomum no mercado financeiro. A aceleração gradual, porém firme, da inflação — beirando os 35% em setembro — a sucessão de pronunciamentos infelizes de autoridades do Governo — como, especialmente, no episódio da concessão de liminar pelo STF contra a cobrança do IPMF, quando se acenou com a possibilidade do caos, causado pela incapacidade do setor público de até mesmo manter suas despesas correntes —, a divulgação, pelo Ministro da Fazenda, de planos para unificação do câmbio, amplamente interpretados nos mercados como a liberação das transações cambiais (em 17 de setembro e depois em 13 de dezembro de 1993) e a divulgação do plano de estabilização do Ministro da Fazenda Fernando Henrique Cardoso em 7 de dezembro fizeram com que os operadores de mercado procurassem se antecipar aos efeitos das supostas políticas, causando grandes movimentos de capitais e mudanças importantes nos preços dos ativos.

Nessas condições, o aumento das incertezas, por exemplo, levou a uma retração nas tendências de alongamento de horizontes de aplicação verificadas anteriormente, quando da aceitação de NTN's pelo mercado, especialmente das indexadas pela variação do câmbio. A partir de setembro, os mercados têm resistido à absorção de NTN's, preferindo os BBC's, de duração mais curta. A própria colocação de NTN's no mercado ilustra a sua volatilidade: após um período de grande aceitação das NTN's cambiais, esses títulos passaram a ser rejeitados, dada a possibilidade de perdas de capital, que poderiam ocorrer na hipótese de adoção de uma âncora cambial. As NTN's indexadas por outros índices (por exemplo, IGP-M) foram as preferidas.

Demonstrando o interesse do mercado em títulos de maior liquidez, expandiram-se os fundos de *commodities*, que, muito ágeis na formação de suas carteiras, enfrentam menores possibilidades de crise, tendo, com isso, um bom desempenho. O seu rendimento real até novembro foi de 14,24%.

As cotações da Bolsa de Valores flutuaram ao sabor de rumores sobre planos de estabilização e, principalmente, por expectativas com relação ao programa de privatizações, mas chegaram até novembro acumulando o maior ganho real do mercado (Tabela 5). Acredita-se que ao menos parte do capital estrangeiro desalojado das aplicações fixas em setembro deste ano, conforme já foi relatado anteriormente, tenha se dirigido às Bolsas, contribuindo para o aumento dos volumes negociados no período.

Em relação ao mercado cambial, mudanças significativas ocorreram em setembro, como seqüelas das declarações do Ministro da Fazenda com relação à unificação dos mercados. Na ocasião, a interpretação do mercado quanto às intenções do Ministro parece ter sido a de que a unificação do câmbio seria feita em torno das cotações do câmbio flutuante, o que representaria, na prática, uma mididesvalorização para viabilizar a possível adoção de uma âncora cambial. Após alguns dias de grande agitação, em que o Banco Central agiu para sinalizar que a cotação comercial era o centro de gravidade ao invés da cotação do câmbio flutuante, o mercado acabou por readmitir algum grau de estabilidade ainda incerto com relação ao significado das medidas, tomando as aplicações em dólar pouco atrativas. Isso levou à forte redução do ágio do *black* sobre o dólar comercial, que chegou mesmo a ser negativo, ocorrência bastante rara. Ao final de setembro, o ágio havia sido parcialmente recomposto, mas com fortes indicações de baixa.

Em dezembro, como já foi registrado neste texto, novamente o Governo realizou a unificação das cotações do dólar nesses dois mercados, medida que resultou, a exemplo da anterior, em redução dos ganhos no mercado paralelo, o que desestimulou aplicações nesse ativo de risco.

Tabela 5

Rendimento real das aplicações financeiras no Brasil — jan.-nov./93

	(%)											
APLICAÇÕES FINANCEIRAS	JAN	FEV	MAR	ABR	MAIO	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	ACUMULADO REAL NO ANO
Bolsa de Valores de São Paulo	7,47	20,92	9,09	-2,44	13,84	16,29	-6,78	9,75	13,36	-7,01	9,54	116,29
Bolsa de Valores do Rio de Janeiro	0,80	21,25	7,51	-2,66	14,81	15,79	-4,12	11,97	11,72	-6,04	11,23	113,14
CDB (pré-fixado de 30 dias)	1,54	3,67	0,66	0,25	0,94	0,91	0,67	0,38	1,16	1,22	0,69	12,71
Poupança	-0,02	1,54	1,02	0,09	0,14	0,15	0,10	0,03	0,87	1,47	0,84	6,41
"Overnight"	0,89	3,03	2,55	1,39	1,36	1,06	1,41	0,50	2,32	2,34	1,98	20,49
Ouro físico	-5,30	0,70	6,95	6,96	3,06	-1,13	8,41	-9,27	-9,52	2,62	-0,57	0,95
Ouro "spot"	-5,30	0,70	6,95	6,96	3,06	-1,13	8,41	-9,27	-9,52	2,62	-0,57	0,95
Dólar comercial	-0,41	0,98	1,08	-0,23	0,07	-0,17	0,05	-0,70	0,88	0,47	-0,06	1,95
Dólar paralelo	-9,16	2,40	4,07	0,26	-1,93	-2,12	0,92	-0,70	-7,07	-0,26	-0,05	-13,49
Fundos de ações	-1,45	15,44	7,48	-1,73	11,07	6,34	0,85	6,73	7,00	-4,55	2,54	59,98
Fundos de renda fixa	0,46	1,53	3,54	0,18	1,49	0,57	1,17	0,28	1,86	1,83	1,43	15,27
Fundos de renda fixa PJDI ..	0,67	2,25	2,62	0,93	1,15	0,71	1,16	0,31	2,14	2,02	1,63	16,72
Fundos de "commodities" ..	0,28	1,84	3,89	0,30	1,32	0,70	0,91	0,27	1,80	1,60	1,32	14,24
FAF	-1,61	0,18	0,91	-1,53	-0,74	-1,42	-0,99	-1,70	-0,30	-0,56	-1,40	-8,81
TR	-0,52	1,04	0,52	-0,40	-0,36	-0,34	-0,40	-0,47	0,37	0,96	0,34	0,73

FONTE: BOVESPA.
BVRJ.
BACEN.

Conclusão

O ano de 1993 chega ao seu final com o Governo vivendo uma expectativa de aprovação, pelo Congresso, de um ajuste fiscal que possibilite deflagrar outras medidas contidas no plano de estabilização do Ministro da Fazenda Fernando Henrique Cardoso, anunciado no início de dezembro.

O plano tem vários supostos e uma aposta inicial, a de que as lideranças do Governo, no Executivo e no Congresso, serão capazes, por força da persuasão política e respaldadas pelo temor do descontrole inflacionário, de conseguir a sua aprovação com o ajuste fiscal pretendido, para que seja possível zerar o déficit público.

O problema central, porém, é que o êxito do programa de estabilização não se restringe, de modo algum, a adotar as medidas "corretas" para estabilizar a economia. É indispensável que o programa econômico conquiste a confiança dos agentes econômicos, isto é, que o compromisso do Governo com a estabilização seja percebido como exeqüível, no que se refere tanto à disposição do Governo para levá-lo adiante a qualquer custo, quanto ao apoio parlamentar para o programa, condições, até agora, ainda não atendidas.

Os primeiros meses de 1994, devido às expectativas de elevação da inflação, deverão mostrar muita cautela por parte do Governo com relação à política cambial — unificação das cotações do dólar nos mercados flutuante e comercial — e à de taxas de juros elevadas, pois persistir nelas significa que o Governo continuará lançando mão das reservas cambiais, reduzindo-as e, também, sancionando o aumento do serviço da dívida pública interna.

Bibliografia

BOLETIM DE CONJUNTURA .1993. Rio de Janeiro, UFRJ/IEI, v.13 n.12 abril.

NOTA PARA IMPRENSA (1993). Brasília : BACEN/Departamento Econômico, nov.