

POLÍTICA ECONÔMICA

Políticas monetária e fiscal: o fôlego encurta? *

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

Introdução

A estratégia de manutenção de altas taxas de juros e reduzido nível de atividade que vem centrando a política econômica de combate à inflação encontra-se numa fase de questionamento, pois resultou num acúmulo de reservas internacionais, no crescimento da dívida interna e na queda de arrecadação tributária.

Atualmente, a política econômica defronta-se com a realidade da permanência de um patamar inflacionário de 20% ao mês, sem uma efetiva perspectiva de queda, e, ao mesmo tempo, com uma forte trajetória recessiva. A pergunta que se coloca é: qual o fôlego dessa política?

A política de taxas de juros elevadas

A política monetária da gestão do Ministro Marcílio Marques Moreira tem sido pautada, principalmente, por uma política de juros elevados e por um severo controle dos agregados monetários.

Em todo o ano de 1991, a emissão primária de moeda mostrou crescimento nominal de 297,7% pela média dos saldos diários, enquanto o M1, pelo mesmo critério, encerrou o ano apresentando uma variação anual de 331,7%.

Em ambos os casos, as variações foram bem menores que as registradas em 1990, quando a base monetária (BM) e o M1 cresceram nominalmente no acumulado do ano, 2.538,8% e 2.621,2% respectivamente.

A forte queda desses dois agregados monetários em 1991 demonstra a preocupação do Governo em manter contracionista a oferta de moeda na economia; como parte de uma política monetária que vise à estabilização dos preços.

* Este trabalho contou com apoio financeiro da FAPERGS.

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

*** Economista da FEE.

Em janeiro e fevereiro do corrente ano, o arrocho sobre esses dois agregados se manteve. Nesses meses, enquanto a BM cresceu em termos nominais 10,5% e 11,0% na média dos saldos diários, o M1 aumentou 4,9% e 13,9% respectivamente (Tabela 1).

Tabela 1

Evolução, mês a mês, da base monetária, dos meios de pagamento e do IPC-FIPE no Brasil — jan.-dez./91-jan.-fev./92

(%)

ANOS E MESES	BM(1)	M1(2)	M2(3)	M3(4)	M4(5)	M5(6)	IPC-FIPE
1991							
Jan.	3,9	-1,5	20,3	21,0	22,4	21,1	21,0
Fev.	13,9	27,0	16,4	17,1	11,7	11,1	20,5
Mar.	21,2	21,2	14,2	13,8	12,3	11,1	7,5
Abr.	6,5	3,6	3,8	5,4	9,2	8,9	7,2
Mai	5,0	7,4	9,8	8,6	11,4	10,3	5,8
Jun.	8,7	8,7	12,8	12,6	10,2	9,4	9,9
Jul.	11,7	10,3	7,2	9,0	15,9	13,5	11,3
Ago.	3,9	5,1	22,1	18,3	18,2	13,0	14,4
Set.	16,4	19,3	18,6	17,3	16,7	13,8	16,2
Out.	10,3	8,2	19,2	19,3	17,7	14,9	25,8
Nov.	10,1	8,2	33,7	30,6	25,0	23,2	25,4
Dez.	39,2	45,5	43,3	45,7	38,0	33,3	23,3
1992							
Jan.	10,5	4,9	39,5	35,6	38,7	34,2	26,0
Fev.	11,0	13,9	29,0	29,1	29,6	25,9	21,6

FONTE: BACEN.

NOTA: A BM e o M1 representam a média dos saldos diários, os demais 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. (6) M5 é igual a M4 mais valores à ordem do BACEN.

Se comparado com o IPC-FIPE, constata-se que, nos dois primeiros meses do ano, houve uma contração real desses dois importantes agregados monetários.

O principal fator expansionista da BM no primeiro bimestre do ano foi o setor externo, com o aumento da formação de reservas internacionais, o qual proporcionou que o País encerrasse o mês de fevereiro com um recorde histórico em suas reservas de divisas, estimadas em US\$ 11,5 bilhões pelo conceito de caixa¹ — a maior desde o início da apuração desse indicador pelo BACEN em 1982 — e de US\$ 12,5 bilhões pelo conceito de liquidez internacional adotado pelo FMI.²

Em 1991, o Governo, pelo conceito de caixa, fechou o ano com cerca de US\$ 8,5 bilhões de reservas internacionais (Tabela 2).

Tabela 2

Reservas internacionais no Banco Central do Brasil — 1991

MESES	CAIXA		LIQUIDEZ INTERNACIONAL	
	US\$ milhões	Δ% (1)	US\$ milhões	Δ% (1)
Jan.	8 532	-2,51	9 840	-1,34
Fev.	8 600	0,79	9 805	-0,36
Mar.	7 468	-13,17	8 663	-11,65
Abr.	7 609	1,88	8 808	1,67
Maió	8 411	10,54	9 665	9,72
Jun.	9 225	9,67	10 401	7,61
Jul.	8 908	-3,44	10 113	2,77
Ago.	8 052	-9,61	9 261	-8,43
Set.	7 054	-12,39	7 956	-14,10
Out.	7 009	-0,64	7 987	0,39
Nov.	7 037	0,40	7 863	-1,55
Dez.	8 552	21,53	9 406	19,62

FONTE: BACEN.

(1) Variação percentual em relação ao mês anterior.

¹ O conceito de caixa engloba os haveres de curtíssimo prazo, representados por ouro ou moeda estrangeira.

² O conceito de liquidez internacional do FMI inclui, além dos haveres de curto e curtíssimo prazo, também os haveres de médio e longo prazos.

As principais causas da elevação das reservas internacionais foram, além da diferença de juros entre o que se pratica internamente e a nível de mercado externo, também as diversas medidas adotadas ao longo do Governo Collor. Dentre elas, podem-se citar: o lançamento, no Exterior, de títulos vinculados a contratos de exportação (securitização de exportação); emissão, no Exterior, de debêntures convertíveis em ações por parte das empresas sediadas no País; eliminação da restrição de "royalties" e assistência técnica entre filial e matriz; concessão de registro do reinvestimento de lucros provenientes de receitas financeiras; e redução da carga fiscal sobre a remessa de lucros.

Já o baixo custo do dinheiro no mercado internacional em relação ao brasileiro levou, por exemplo, empresas nacionais a buscarem recursos financeiros no Exterior, através de papéis, como os "commercial papers".

A captação é feita pela "Libor", que é a taxa de juros praticada no mercado interbancário de Londres, a qual gira em torno de 4% ao ano, acrescida ainda de um "spread" — taxa de risco —, mas que, mesmo assim, a deixa bem inferior às praticadas atualmente no Brasil, que estão por volta de 5% ao mês em termos reais.

Registra-se, também, pelo mesmo motivo acima, o crescimento acentuado de antecipação de contrato de câmbio de exportação — com a finalidade de as empresas brasileiras ou aplicarem no mercado financeiro interno, ou captarem para capital de giro — bem como aplicações de investidores estrangeiros consideradas de curto prazo — as chamadas "smart money".

A oferta de moeda, que vem tendo expansão pelos motivos arrolados e também devido ao retorno parcelado dos cruzados, tem sido controlada pelo Governo através da colocação líquida de títulos, o que resulta no aumento da dívida pública interna (a colocação líquida de títulos tem sido o principal fator de contração da BM).

O estoque de papéis federais em poder do público — somando títulos do Tesouro Nacional (LTN) e do Banco Central (BBC) — mais do que dobrou nos últimos dois meses: do nível de Cr\$ 11,425 trilhões apurados em fins de dezembro, o saldo da dívida mobiliária passou para Cr\$ 27,824 trilhões em fins de fevereiro, representando um aumento nominal de 143,54% e uma expansão real de 53,86%, considerando-se o IGP-DI da FGV.

Desde o Plano Collor — que em março de 1990 reteve em torno de 70% dos haveres financeiros —, a dívida mobiliária junto ao mercado não apresentava uma oscilação tão grande.

A colocação de títulos nos dois primeiros meses de 1991 acabou anulando, e até mesmo suplantando, os resgates de papéis realizados no ano passado, quando a queda real do estoque da dívida mobiliária federal em poder do público foi de 9,6%.³

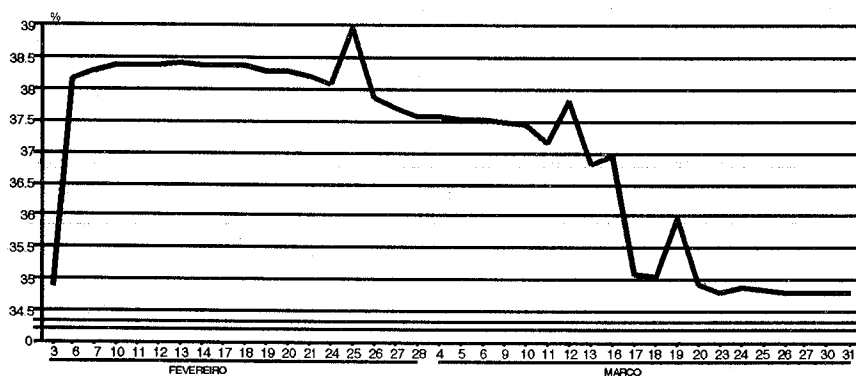
Com a necessidade de emitir títulos, o BACEN está sendo levado a manter a taxa de juros em níveis relativamente elevados, para atrair compradores e enxugar, assim, a liquidez da economia, que, além da entrada líquida positiva de recursos no País via câmbio, também está sendo mantida pela fraca demanda por crédito e pela seletividade das instituições financeiras com receio da inadimplência de seus clientes, face à atual recessão econômica.

³ Em 1990, o estoque de papéis federais junto ao público caiu, em termos reais, 77,2%.

Apesar de encontrarem-se em níveis relativamente elevados, os juros nominais, nos meses de fevereiro e março, apresentaram uma trajetória declinante, em função sobretudo da queda da inflação (Gráfico 1).

GRÁFICO 1

TAXAS DE JUROS DA LTN/BBC NO BRASIL — FEV-MAR/92



FONTE: BACEN.

Essa redução do juro nominal, contudo, não diminuiu o interesse dos investidores pelos ativos financeiros de renda fixa, principalmente os CDBs, pois ainda revelavam perspectivas atraentes de ganhos reais (Tabela 3).

Além da forte expansão dos estoques de títulos privados — de quase 67% nominais no primeiro trimestre para o CDB e de aproximadamente 50% para o CDI —, o giro da moeda no mercado interbancário impressiona. Apenas em março, a movimentação de recursos em operações de um dia praticamente dobrou, passando de Cr\$ 4 trilhões para Cr\$ 8 trilhões.

De certa forma, esse avanço do giro da moeda de curtíssimo prazo revela o interesse dos próprios bancos em reduzirem seus prazos de endividamento em relação à colocação de seus papéis no mercado.

O giro intenso da moeda pode revelar, também, a preferência ou mesmo a falta de alternativa para os bancos no repasse de recursos. Como não existe demanda nova por crédito, a troca de reservas ocorre, necessariamente, entre eles até que o Governo apresente títulos com remuneração atraente para absorver os recursos excedentes dos bancos.

Face à existência desse "colchão" de liquidez, o BACEN viu-se na contingência de manter a taxa de juro real elevada — em março foi em torno de 5% —, pois a sua redução implicaria um redirecionamento dessa massa monetária para o consumo e a formação de estoques, o que poderia refletir-se numa pressão inflacionária.

Tabela 3

Rentabilidade real das aplicações financeiras no
Brasil — jan.-mar./92

(%)

DISCRIMINAÇÃO	JAN	FEV	MAR	ACUMULADO NO PERÍODO
Bolsa de Valores de São Paulo.....	46,48	6,41	-9,17	41,58
Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.....	39,12	1,07	-7,02	30,73
CDB (pré-fixada 30 dias)	0,61	6,93	7,57	15,73
Poupança.....	0,17	3,84	2,79	6,92
"Overnight".....	2,51	5,91	4,41	13,35
Ouro físico.....	-5,11	1,21	-2,23	-6,10
Ouro "spot".....	-5,14	1,22	-2,23	-6,12
Dólar comercial.....	-0,88	1,69	0,36	1,17
Dólar paralelo.....	-10,46	3,06	1,51	-6,33
FAF.....	-0,47	1,68	1,23	2,45

FONTE: GAZETA MERCANTIL (28/30.3.92). São Paulo. p.32.

NOTA: Taxa real em relação ao IPC-FIPE.

Como se observa, portanto, o Governo parece encontrar-se numa armadilha que dificulta a administração da taxa de juros, pois não pode reduzi-la, uma vez que, se o fizesse, poderia provocar uma queda nas reservas de divisas pela fuga do capital internacional aplicado em compras financeiras — principalmente de curto prazo —, bem como pelo desestímulo aos adiantamentos de contratos de câmbio, o que faria com que as empresas cancelassem as operações já contratadas, mesmo pagando multas por não honrarem os embarques previstos.

A queda das reservas internacionais, por sua vez, dificultaria o cumprimento das metas monetárias fixadas no acordo com o FMI, pois o Conselho Monetário Nacional (CMN) autorizou, em março, o BACEN a solicitar a aprovação pelo Senado Federal de uma emissão suplementar de Cr\$ 5,23 trilhões neste primeiro semestre, o que, na realidade, significa uma emissão total no período de Cr\$ 6,3 trilhões. Pela negociação firmada, o Brasil não pode ultrapassar o valor de Cr\$ 5,5 trilhões em emissões no fim de junho, conforme a meta do Crédito Interno Líquido, que é a diferença entre o saldo do papel-moeda em poder do público e o saldo das reservas internacionais líquidas, isto é, descontadas as importações e os pagamentos financeiros, incluindo juros da dívida externa.

Portanto, a emissão de um maior volume de moeda, sem ferir as metas definidas para o FMI, só é viável se as reservas de divisas também aumentarem.

Por outro lado, a alta dos juros, além de um componente do esforço antiinflacionário, é também um estimulante à aplicação em títulos do próprio Governo, que usa

esse instrumento para enxugar a liquidez, embora resulte num aumento da dívida pública interna e no crescimento dos encargos financeiros dela decorrente.

O FMI e a questão do déficit público

O Governo, em dezembro de 1991, enviou ao FMI uma carta de intenções com o objetivo de solicitar empréstimos a esse organismo. O acordo foi aprovado em janeiro de 1992 e dentre os critérios de desempenho a serem acompanhados, trimestralmente, por esse órgão encontra-se o déficit público.

O FMI mede o déficit público pelo critério do financiamento.⁴ Os indicadores utilizados são: o déficit público nominal, que mede as necessidades de financiamento do setor público, incluindo as correções monetária e cambial sobre o estoque da dívida pública; o déficit público operacional, que retira do conceito nominal essas correções; e o denominado déficit primário (receitas menos despesas, exceto encargos de dívidas), ou seja, é o déficit público operacional menos os juros reais.

O acordo firmado entre o País e o FMI é do tipo "stand-by" (empréstimo-ponte), isto é, representa um desembolso de US\$ 2,1 bilhões dividido em sete parcelas, que serão liberadas, trimestralmente, num prazo de 20 meses (jan./92 a ago./93), à medida que o Governo cumprir as metas constantes no memorando de entendimento enviado ao Fundo. Para o primeiro trimestre de 1992, foram estabelecidos os seguintes limites para os diferentes conceitos de déficit: o déficit nominal não poderá superar o montante de Cr\$ 59 trilhões, enquanto o déficit operacional deverá limitar-se a Cr\$ 5,6 trilhões, e o superávit primário deverá atingir Cr\$ 6,5 trilhões.

Para 1992, o Governo comprometeu-se a atingir as seguintes metas: déficit público operacional de 2,7% do PIB, déficit público nominal de 18% do PIB, e superávit primário de 3% do PIB.

Em 1991, os dados preliminares registraram um déficit público operacional de 2,2% do PIB. O principal responsável por esse déficit foram as empresas estatais, que atingiram 1,97% do PIB. Para 1992, a meta é de as empresas estatais gerarem um superávit de 1% do PIB. Para isso, será necessário um controle dos seus gastos, além da recomposição tarifária. Esta última faz parte das metas assumidas junto ao FMI, ou seja, manter os preços e as tarifas públicas, neste ano, entre 15% a 17% reais, acima da média do ano passado. Assim, conforme dados do Instituto de Economia do Setor Público (IESP) de São Paulo, ocorreu uma recomposição das tarifas públicas, com os seus preços registrando, até fevereiro, reajustes acima da inflação.

No entanto o Governo pretende fazer uma programação de aumentos de preços, por produtos, de cada empresa estatal, ao invés de efetuar uma política de reajustes lineares. Além disso, para que as empresas estatais não se constituam em fator de pressão inflacionária, uma nova política de reajustes foi gestada para as tarifas públicas no sentido de que os aumentos sejam menos expressivos do que os efetuados nos dois primeiros meses do ano, o que não significa reajustes abaixo da taxa de inflação.

⁴ Esse critério é também conhecido como "abaixo da linha", enquanto o critério "acima da linha" mede o déficit público pelo confronto entre receitas e despesas, consolidadas nas três esferas de governo.

Para cumprir as metas do FMI, algumas medidas foram adotadas com o objetivo de aumentar a arrecadação ainda no final de 1991. Dentre elas, a reforma de emergência aprovada em dezembro de 1991, que inclui, dentre as suas principais medidas, a reindexação dos tributos, a partir de 10 de janeiro de 1992, pela Unidade Fiscal de Referência (UFIR); a alteração na sistemática de cobrança do Imposto de Renda-pessoa jurídica; e o aumento do limite de isenção do Imposto de Renda na fonte.

A discussão sobre uma reforma tributária mais abrangente foi retomada neste ano, com os grupos de trabalho reunidos a fim de apresentarem até o final do ano, uma proposta para ser aprovada no Congresso Nacional. Dentre as sugestões, parece existir certo consenso no sentido de ocorrer uma simplificação tributária e alteração na distribuição de encargos e receitas. Todavia qualquer alteração efetuada só irá refletir-se nas contas públicas a partir de 1993.

As contas do Governo Federal

O acompanhamento sistemático das contas do Governo Federal é efetuado através da Execução Financeira do Tesouro Nacional, cujo resultado é divulgado mensalmente.

O Tesouro Nacional vem registrando, nos primeiros meses de 1992, um desempenho considerado aquém das metas previstas. Em janeiro de 1992, o Tesouro apresentou um superávit de caixa de Cr\$ 71,4 bilhões. No mês de fevereiro, houve um declínio desse montante, com o superávit alcançando Cr\$ 1,9 bilhão, constituindo-se no menor resultado mensal registrado por este Governo (Tabela 4).

As receitas federais somaram Cr\$ 7,4 trilhões, registrando uma queda real de 17,9% no período de janeiro a fevereiro de 1992 em comparação com o mesmo período do ano anterior. Os tributos a cargo do Governo Federal sofreram um decréscimo devido, sobretudo, à retração das atividades econômicas. Nem a indexação dos impostos ocorrida a partir de janeiro de 1992 foi suficiente para evitar a contração da arrecadação.

As principais quedas de arrecadação foram o FINSOCIAL, que apresentou um declínio real de 46,0%, em vista do não-pagamento dessa contribuição pelas empresas que estão questionando a sua legalidade na Justiça. A arrecadação do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) também registrou um decréscimo real de 3,0%, refletindo a contração das atividades produtivas (Tabela 5).

O recolhimento do Imposto de Renda, cuja expectativa é de um adicional de US\$ 3,2 bilhões em 1992 em decorrência apenas da reindexação desse Imposto, resultou nos primeiros dois meses do ano num declínio real de 31,5% em relação ao mesmo período de 1991.

Pelo lado das despesas, também ocorreram decréscimos. Os gastos com pessoal tiveram uma queda de 17,6% nos dois primeiros meses do ano em relação a idêntico período de 1991.

Além disso, as transferências constitucionais apresentaram declínio (18,4%) no período, em vista da menor arrecadação registrada no Imposto de Renda e no Imposto sobre Produtos Industrializados.

Tabela 4

Execução financeira do Tesouro Nacional — jan.-fev./92

DISCRIMINAÇÃO	VALORES NOMINAIS		Δ% ACUMULADA (1)
	Fev./92 (Cr\$ milhões)	Jan.- Fev./92 (Cr\$ milhões)	
I - Fluxo fiscal			
A - Receitas	3 705 001	7 465 216	-17,96
Recolhimento bruto	3 433 313	6 928 133	-14,99
Incentivos fiscais	-377	-1 477	-97,11
Receitas das operações oficiais de crédito	224 960	440 637	-52,28
Emissão de Certificados de Privatização (CPs)	0	0	-100,00
Remuneração de disponibilidades — Banco do Brasil	47 105	97 923	26,21
B - Despesas	-3 703 092	-7 373 355	-18,70
Liberações vinculadas	-1 375 986	-2 905 809	4,97
Transferências constitucionais - FPM, FPE, IPI-Exp/FE	-806 994	-1 643 904	-18,40
Demais transferências a estados e municípios	-27 834	-69 556	26,73
Outras vinculações	-541 158	-1 192 349	70,63
Liberações ordinárias	-2 027 000	-3 774 135	-4,50
Pessoal e encargos sociais	-1 622 690	-3 061 798	-17,67
Encargos da dívida contratada - interna e externa	-36 421	-94 792	
Encargos da dívida pública mobiliária federal (DPMF)	-59 139	-59 147	850,92
Outras despesas (custo/investimento)	-308 750	-558 398	
Liberações das operações oficiais de crédito	-194 952	-378 974	-57,76
Refinanciamento das dívidas com aval da União(MF)	0	0	
Demais despesas	-194 952	-378 974	-57,76
"Float" 91	-105 154	-314 437	-77,27
Restos a pagar de 1991	-105 154	-314 437	-77,27
Variação das contas de suprimento	0	0	-100,00
Resultado A + B	1 909	91 861	197,88
Resultado A + B - CPs	1 909	91 861	198,25
II - Financiamento			
C - Receitas	8 577 282	17 687 749	534,25
Remuneração das disponibilidades do BACEN	517 039	1 370 892	-50,84
Resultado do BACEN	0	0	
Emissões de títulos federais - DPMF	8 060 243	16 316 857	
Recursos de empréstimos compulsórios	0	0	
D - Despesas	-8 368 560	-17 019 970	1 193,92
Resgates da dívida mobiliária federal	-8 062 837	-16 554 676	1 307,66
Amortização da dívida contratada - interna e externa	-305 723	-465 294	
Resultado C + D	208 722	667 779	-54,68
Fluxo de caixa (A + B + C + D)	210 631	759 640	-49,50

FONTE: Ministério da Economia, Fazenda e Planejamento.

NOTA: Dados preliminares.

(1) Os cálculos da variação percentual acumulada foram efetuados considerando-se a soma dos valores inflacionados pelo INPC.

Tabela 5

Arrecadação dos impostos federais — jan.-fev.-1991/92

DISCRIMINAÇÃO	JAN-FEV/91 (Cr\$ milhões)	JAN-FEV/92 (Cr\$ milhões)	VARIAÇÃO % ACUMULADA(1)
Imposto de Renda.....	416 332	1 807 416	-31,56
Imposto sobre Produtos Industrializados.....	275 767	1 695 099	-3,09
Imposto sobre Operações Financeiras.....	77 661	516 711	3,21
Imposto sobre Importações	45 994	404 281	37,49
Imposto sobre Exportações	639	172	-96,22
Outros impostos.....	2 437	6 773	-53,33
Subtotal.....	818 830	4 430 452	-14,94
FINSOCIAL.....	178 970	605 063	-46,07
PIS/PASEP.....	134 969	891 685	-16,45
Outras contribuições.....	38 490	123 190	25,43
TOTAL.....	1 171 259	6 050 390	-18,52

FONTE: Ministério da Economia, Fazenda e Planejamento.

NOTA: Os cálculos da variação percentual acumulada foram efetuadas considerando-se a soma dos valores deflacionados pelo IGP-DI, da FGV, com base dez./89=100.

(1) Variação percentual acumulada em relação ao mesmo período do ano anterior.

Afora isso, o Governo vem-se utilizando da postergação de pagamentos para conter gastos, o que significa que, nos próximos meses, pode ocorrer uma elevação dos mesmos.

Os dados preliminares, para o mês de março, registram um superávit de caixa de Cr\$ 15,3 bilhões, o que representa um montante superior ao do mês de fevereiro de 1992. No entanto ficou aquém das expectativas iniciais.

As metas prometidas ao FMI pelo Governo Central previam um superávit de Cr\$ 300 bilhões no primeiro trimestre de 1992. Pelos resultados das contas do Governo Central, ficaram abaixo dessa cifra, tendo atingido Cr\$ 88,6 bilhões.

A expectativa da área econômica é de aumentar a arrecadação a partir de abril, quando começa a ser recolhido o novo FINSOCIAL e entra no caixa do Tesouro uma parcela mais expressiva do Imposto de Renda.

Um dos principais reflexos da política de manutenção de juros elevados foi o crescimento substancial da dívida pública e, conseqüentemente, dos seus encargos. O estoque da dívida mobiliária do Governo cresceu, passando de Cr\$ 96,5 trilhões em dezembro de 1991 para Cr\$ 154,01 trilhões em fevereiro de 1992.

No período de janeiro a fevereiro de 1992, ocorreu um resgate da dívida pública mobiliária de Cr\$ 16,5 trilhões, o qual foi, basicamente, efetuado através de novas emissões de títulos, que atingiram Cr\$ 16,3 trilhões (Tabela 4).

Ressalte-se que parcela substancial dessa dívida refere-se à colocação de títulos para enxugar o excesso de liquidez do mercado, devido ao acúmulo das reservas internacionais e também à liberação dos cruzados novos bloqueados.

De certa forma, o Governo reprisa a situação ocorrida em 1989, quando os juros altos tiveram um impacto sobre a dívida pública, gerando um aumento da inflação. Parece claro que o Governo só poderia manter essa política se houvesse um superávit fiscal primário suficiente para cobrir esse custo, ou seja, se fosse possível utilizar recursos tributários para resgatar títulos no mercado. No entanto como um ajuste fiscal de tal magnitude é difícil de ser implementado, a manutenção dos juros altos somente agrava a situação do déficit público.

Não resta dúvida de que um resultado favorável das contas públicas nos primeiros meses do ano certamente daria margem para uma redução do papel da política monetária.

Todavia a situação é totalmente inversa, na medida em que o Banco Central está utilizando os títulos públicos para enxugar a liquidez do mercado e que os juros elevados estão onerando o custo da dívida pública. Nos dois primeiros meses do ano, os encargos da dívida pública mobiliária já registraram um expressivo crescimento real de 850,9% em comparação com o mesmo período do ano anterior.

Pelo critério do FMI, incluem-se também como déficit os títulos utilizados com fins de política monetária (nesse caso em vista do substancial ingresso de dólares, devido aos juros altos), não existindo uma distinção entre esses títulos e os que são emitidos para fins de gastos fiscais.

O Governo pretende, com a vinda de uma missão do FMI em abril, discutir a questão da inclusão, ou não, do impacto das reservas internacionais sobre a dívida pública mobiliária federal.

Cabe ressaltar ainda que o resultado de caixa representa apenas uma parcela dos componentes do setor público que são incluídos no cômputo do superávit primário. Os outros itens referem-se aos resultados dos estados e dos municípios, das empresas estatais e da Previdência Social. Somente após conhecer o resultado desses outros componentes do conceito de superávit primário é que será possível avaliar efetivamente o cumprimento das metas para o primeiro trimestre de 1992.

Conclusão

Uma corrente de economistas acredita que a política monetária restritiva — expressa por juros elevados em termos reais — ainda tem um grande fôlego até se esgotar sua capacidade de evitar uma aceleração da inflação mais significativa. Outra corrente adverte para os riscos de um desgaste excessivo dessa prática de política, que tem por finalidade desestimular a demanda e alimentar a poupança financeira. O "encilhamento" do mercado — amarrado a aplicações, envolvidas em caráter compulsório quanto ao lastro, como é o caso dos Fundos de Aplicação Financeira (FAF) e dos Depósitos Especiais Remunerados (DER) — traz uma dúvida permanente: qual a

efetiva capacidade de financiamento do Estado, caso não houvesse fontes cativas para seus papéis?

Essa dúvida, associada ao efeito discutível do juro sobre preços quando os estoques estão muito ajustados — como parece ser o caso no momento —, pois, nessa circunstância, o juro transforma-se em custo e não derruba a inflação, reforça a necessidade de um processo de convencimento das forças políticas de que o país precisa de uma reforma fiscal sustentada e rápida, para que não seja confirmada, em curto espaço de tempo, uma reversão de expectativas que parecem tão positivas nos primeiros três meses do ano.

No entanto a política econômica adotada pelo Governo vem agravando ainda mais as dificuldades enfrentadas pelo setor público. Uma das consequências dos efeitos recessivos dessa política é a queda registrada na arrecadação dos impostos.

Por sua vez, a meta prometida ao FMI de atingir um superávit primário de 3% do PIB para 1992 denota que o Governo se propõe a efetuar um expressivo esforço fiscal. Todavia a estimativa de um déficit operacional de 2,7% do PIB para este ano revela que, na composição desse déficit, a parcela financeira terá uma participação significativa.

Bibliografia

GAZETA MERCANTIL (28/30.3.92).