

# POLÍTICA ECONÔMICA

## Políticas monetária e fiscal: uma avaliação dos primeiros meses pós-Plano

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

### Introdução

Passados mais de três meses da divulgação do Plano Brasil Novo, já é possível fazer uma avaliação mais consistente dos objetivos efetivamente atingidos nas políticas monetária e fiscal.

Neste texto, pretendemos analisar o desempenho dessas políticas no período pós-Plano, examinando a trajetória de suas principais variáveis.

### A política monetária

Um dos principais pilares do Plano Brasil Novo foi a política monetária, que pretendia promover uma forte contenção de liquidez, através de medidas que controlassem os limites e prazos de saques tanto sobre os haveres monetários como sobre os não monetários (haveres financeiros).

Com essas medidas as autoridades monetárias mostravam uma grande preocupação com a massa de recursos encastelada sob a forma de quase-moeda ao longo do tempo, a qual poderia, se convertida, representar um forte fator de pressão sobre a demanda, colocando em risco o sucesso do Plano.

Dados preliminares sobre o comportamento dos haveres financeiros no período subsequente à implementação do Plano mostram a realização de um profundo corte na liquidez do sistema. Os meios de pagamento —

---

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

\*\* Economista da FEE.

no seu conceito mais amplo (M4), que envolve todo tipo de aplicação em ativos financeiros —, que totalizavam cerca de NCz\$ 4,2 trilhões em 13 de março, sofreram de imediato uma grande redução (67%), com o valor dos haveres financeiros, automaticamente transformados em cruzeiros, restringindo-se a Cr\$ 1,4 trilhão em 19 de março (GM, 30.5.90, p.9). Verificou-se, assim, num primeiro momento do Plano, um forte aperto de liquidez.

Entretanto, nos dois meses iniciais de vigência do Plano, algumas falhas de elaboração e de gerenciamento do mesmo colocaram em risco esse objetivo do Governo.

No primeiro caso, podemos citar 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 converter os cruzados novos retidos em cruzeiros, por meio de pagamento de impostos e multas.

No segundo, destacamos as "torneiras abertas", no nosso entender, de forma excessiva, onde o Governo cedeu, entre outros motivos, à forte pressão dos empresários no sentido de liberar recursos tanto para o pagamento da folha salarial como para o financiamento da atividade produtiva. Juntaram-se a isso também as reivindicações dos diferentes segmentos da sociedade brasileira, como os aposentados, sociedades beneficentes, desempregados, etc.

Assim, as diversas formas de conversão de cruzados novos para cruzeiros estabelecidas na própria Medida Provisória nº 168, combinadas com as conversões autorizadas posteriormente, ajudaram a elevar o saldo para Cr\$ 2,8 trilhões em 30 de abril (Tabela 1).

Por outro lado, a composição dos haveres financeiros sofreu grande alteração, dado que os agentes econômicos, estimulados pelo rápido declínio nos custos de retenção da moeda e por desconfiança no sistema financeiro, elevaram a sua demanda por ativos monetários. Com isso a participação dos M1 no total dos haveres, que, após tendência histórica de declínio, se encontrava em 7% no mês de fevereiro, elevou-se rapidamente para 31% em março, quando foi mais intenso o processo de monetização, registrando-se expansão de 163,5% no saldo dos M1. Em abril, a monetização já mostrou sinais de acomodação (38,3%), processo que praticamente se concluiu em maio, após o impacto da eliminação das contas remuneradas.

O papel-moeda em circulação, componente da base monetária, cujo controle é exclusivamente do Banco Central, apresentou incremento de 196% em março e de 41,3% em abril, taxas ligeiramente superiores às dos M1.

Tabela 1

## Fatores determinantes dos meios de pagamento (M4) — 29.05.90

DISCRIMINAÇÃO	19 MAR-JUN (Cr\$ bi- lhões)	JUL-SET (Cr\$ bi- lhões)	OUT-DEZ (Cr\$ bi- lhões)	TOTAL (Cr\$ bi- lhões)	PARTICIPA- ÇÃO PER- CENTUAL
A - Conversões de NCz\$ para Cr\$ previstas na Medida Provisória nº 168 .....	2 889,4	14,9	19,8	2 924,2	69,9
Conversão inicial de M4 (1) .....	1 404,9	0,0	0,0	1 404,9	33,6
Rendimentos das cadernetas de poupança até 15.04 ...	380,6	0,0	0,0	380,6	9,1
Títulos federais — vencimentos .....	59,0	14,9	19,8	93,8	2,2
Impostos federais .....	680,8	0,0	0,0	680,8	16,3
Impostos estaduais e municipais .....	231,6	0,0	0,0	231,6	5,5
Contribuições previdenciárias .....	111,4	0,0	0,0	111,4	2,7
Saques de contas conjuntas .....	21,1	0,0	0,0	21,1	0,5
B - Conversões autorizadas de NCz\$ para Cr\$ .....	397,0	56,0	55,7	508,7	12,2
Aposentados e pensionistas .....	195,0	0,0	0,0	195,0	4,7
Pagamento de folha salarial .....	41,7	0,0	0,0	41,7	1,0
Sociedades beneficentes ...	46,0	0,0	0,0	46,0	1,1
Saques do PIS/PASEP .....	21,0	0,0	0,0	21,0	0,5
BNDES (Portaria 218) .....	35,7	56,0	55,7	147,4	3,5
Outras conversões .....	57,6	0,0	0,0	57,6	1,4
C - Operações típicas do Banco Central .....	303,9	108,3	35,7	447,9	10,7
Setor externo .....	270,5	125,0	52,4	447,9	10,7
Empréstimos de liquidez ...	33,4	-16,7	-16,7	0,0	0,0
Folha salarial .....	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Financiamento habitacional.....	33,4	16,7	16,7	0,0	0,0
D - Tesouro Nacional (2) .....	-253,8	-4,0	28,4	-229,4	-5,5
E - Fatores residuais e exógenos (3) .....	423,0	53,9	52,1	529,1	12,7
Fluxo no período .....	3 759,5	229,1	191,8	4 180,5	100,0
Saldo .....	3 759,5	3 988,7	4 180,5	4 180,5	100,0

FONTE: GAZETA MERCANTIL (30.5.90). São Paulo. p.9.

(1) Valor correspondente aos haveres financeiros imediatamente transformados em cruzeiros, dentro dos limites estabelecidos na Medida Provisória nº 168. (2) Pelo critério do impacto monetário; não inclui remuneração das disponibilidades no Banco Central. (3) Inclui rendimentos de ativos financeiros, efeito do multiplicador bancário, etc.

## A procura de uma política monetária ativa

A expansão excessiva da 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, podendo resultar, conseqüentemente, numa 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, o uso do cartão de crédito e acabando com as contas remuneradas.

Como se pode constatar, o Governo não utilizou medidas de política monetária clássica, ainda desta vez, para conter a expansão da liquidez. Essa limitação era resultado, entre outros motivos, do fato de que o Banco Central não podia praticar uma política monetária ativa, que elevasse a taxa real de juros, pois, em primeiro lugar, a dívida pública mobiliária estava indexada à taxa nominal de juros do "overnight" — Letras Financeiras do Tesouro (LFTs). Devido a isso, a política de venda de títulos elevava a taxa de juros, mas não impunha perdas de capital aos detentores da dívida antiga e tampouco mudava a decisão de investir nos demais mercados atrelados à taxa do "over". Não havia, portanto, o risco decorrente das oscilações da taxa de juros. Logo, a contração da liquidez não se concretizava; o resultado era apenas uma expansão da moeda indexada, cuja liquidez era grande, o que agravava a vulnerabilidade da economia frente às expectativas.

O segundo impedimento era a tradição do Banco Central de recomprar, automaticamente, à taxa do dia, o excesso de títulos no mercado, o que implicava risco zero para os detentores dos títulos do Governo. O efeito disso era que o Governo tinha de manter a taxa de juros sempre elevada, para que os agentes econômicos ficassem satisfeitos e não decidissem resgatar maciçamente os títulos públicos, já que isso provocaria um aumento dos meios de pagamento.

No sentido de resolver essas questões, o Banco Central deu um passo importante ao anunciar três alterações na administração da dívida pública.

A primeira delas foi o fim do sistema de "zeração automática" das posições do "overnight", pela qual os bancos que ficassem com um volume de títulos maior que seus cruzeiros seriam socorridos pelo Banco Central.

De acordo com essa sistemática, não havia risco de perda para os tomadores de 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 desconto (20%), através da qual as instituições tomam empréstimos para cobrir o saldo a descoberto nas operações com títulos públicos. Através do desconto, o Banco Central também terá o poder de influenciar as taxas de juros para cima ou para baixo, dependendo do grau de liquidez que julgar ideal para a economia.

A terceira foi o relançamento das Letras do Tesouro Nacional (LTNs), que desapareceram do mercado em 1986 quando, durante o Plano Cruzado, foram criadas as Letras do Banco Central (LBCs). As LTNs tinham prazo de resgate, inicialmente, de 7, 14, 21, e 28 dias (a partir do final de junho só seriam vendidos os papéis de 28 dias), com remuneração prefixada, que, no caso, embutiu uma determinada taxa de rentabilidade prevista para o "over".

Assim, por essas alterações, a instituição que estiver "descasada", ou seja, que tenha mais títulos do que dinheiro e não conseguir fechar sua posição com outros bancos, será zerada pelo Banco Central, que lhe emprestará dinheiro, cobrando juros crescentes e superiores aos de mercado pelo número de dias em que for usada essa linha de crédito especial para os bancos.

No caso da instituição que tem mais dinheiro do que títulos, ou ela vai emprestar o excedente a outras instituições, ou vai participar dos leilões que o Banco Central realizar com LTNs. Como esses papéis são prefixados, passa agora a existir risco de perda efetiva para os seus detentores. Se, por acaso, a taxa de juros ficar maior do que a rentabilidade prometida pelas LTNs, o banco, para pagar ao investidor o rendimento diário do "over" (LFT), será obrigado a absorver um prejuízo.

Essa preocupação do Governo em recuperar a sua capacidade de praticar uma política monetária ativa está intimamente relacionada com a necessidade de controlar a oferta de moeda para manter a estabilidade econômica.

## **Um progressivo aperto na liquidez**

Para sinalizar mais uma vez esse aperto na liquidez aos agentes econômicos, a nova equipe econômica aprovou, na sua primeira partici-

pação em reunião do Conselho Monetário Nacional (CMN), as metas de controle da expansão dos meios de pagamento para os próximos trimestres, até março de 1991, quando não deverá haver expansão dos mesmos (Tabela 2).

Tabela 2

Expansão dos meios de pagamento — 1990-mar./91

PERÍODOS	PMC	M1	M4 (%)
1990			
Jan.-mar.	491,10	478,80	50,10
Abr.-jun.	116,70	100,60	93,90
1º sem.	1 180,70	1 053,00	191,10
Jul.-set.	2,00	2,00	6,10
Out.-dez.	16,30	7,00	4,80
2º sem.	18,60	9,10	11,20
Jan.-dez	1 419,30	1 158,40	223,60
1991			
Jan.-mar.	0,00	0,00	0,00

FONTE: GAZETA MERCANTIL (30.5.90). São Paulo. p.9.

Trata-se de um aperto progressivo, onde as metas estabelecidas para o crescimento dos meios de pagamento no seu conceito mais restrito, M1, passam de 1.053% no final do primeiro semestre deste ano para 2% no período julho-setembro e para 7% no último trimestre do ano, quando é forte a pressão de demanda por moeda. Em cruzeiros, o estoque de moeda passará de Cr\$ 1,22 trilhão no final de junho para Cr\$ 1,33 trilhão no final de dezembro, permanecendo nesse montante até março do ano que vem.

Os meios de pagamento (M4) encerram o semestre janeiro-junho com um aumento de 191,1%, percentual que cairá para 11,2% no segundo semestre.

O papel-moeda em circulação (PMC), que cresceu 491,1% de janeiro a março, deve sofrer uma redução na taxa de crescimento para 116,7% de

abril até final de junho, perfazendo um aumento de 1.180% no primeiro semestre. Desse patamar, a emissão de papel-moeda fixada para o segundo semestre cai para 18,6% (GM, 30.5.90, P.9).

Na concepção dessas metas monetárias para este ano, deve ser salientado que o Governo embutiu os seguintes parâmetros macroeconômicos: o crescimento do PIB deve ser zero; a inflação deve situar-se em torno de 5% ao ano; e as taxas de juros serão as determinadas pelo mercado.

Esses números do orçamento monetário mostram a opção do Governo por uma política monetária fortemente austera.

As principais medidas sugerem concluir que ocorrerão uma sensível contração dos agregados monetários e uma conseqüente elevação das taxas de juros. Sua execução, entretanto, vai exigir que o Governo atenda a três requisitos básicos: primeiro, a concretização do ajuste fiscal contido no Plano, pois, sem "superávits" fiscais, o Governo terá que recorrer ao endividamento ou à expansão monetária; segundo, a necessidade de se recuperar a credibilidade na política econômica do Governo, após os desacertos na condução do Plano nos três primeiros meses; e último, a obtenção do apoio necessário dos agentes econômicos ao programa de estabilização para uma severa contração do nível de atividade na economia, pois a política monetária proposta embute uma recessão de proporções consideráveis, inclusive, talvez, o custo em termos de PIB seja muito maior do que o crescimento zero utilizado como parâmetro nos cálculos do Banco Central.

## **A política fiscal**

O Plano Brasil Novo, no que diz respeito à política fiscal, previa um ajuste fiscal expressivo de 10% do PIB, o qual permitiria um "superávit" operacional de 2% do PIB nas contas do Governo, tendo em vista um "deficit" potencial estimado de 8% do PIB para 1990.

Tal ajuste seria composto por medidas de aumento de receitas e de cortes de despesas. Para atingir a meta estipulada, o Governo contava com uma reforma administrativa que iria 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, alterações de prazo no recolhimento do Imposto sobre Produtos Industrializados, Imposto de Renda), as quais permitiriam um acréscimo de recursos de 6% do PIB.

## As reformas administrativa e patrimonial

A reforma administrativa consiste, basicamente, no encolhimento dos gastos da máquina estatal, através da redução de funcionários públicos. Para isso, o Governo tinha previsto, inicialmente, que seriam demitidos, ou colocados em disponibilidade, cerca de 30% dos servidores públicos, o que representaria, aproximadamente, 360.000 pessoas. Essa meta não foi atingida até a data estipulada, 18.06.90. Os números ficaram muito aquém do previsto. Segundo informações divulgadas no Diário Oficial da União, foram afastados cerca de 40.000 funcionários da Administração Direta até o final do mês de junho. Os dados sobre cortes na Administração Indireta não foram divulgados (FSP, 30.06.90, p.4).

Para compensar a não-demissão do número estipulado de funcionários, o Governo pretende promover um arrocho nos salários de seus servidores. Cabe ressaltar que promover uma reforma administrativa é uma tarefa complexa, que não se efetua num período curto de tempo.

Por sua vez, a reforma patrimonial elaborada pelo Governo abrange dois pontos importantes: o primeiro foi a criação do Programa Nacional de Desestatização, que tem como objetivo principal analisar as empresas do setor público e indicar aquelas passíveis de serem privatizadas. Esse programa conta com uma comissão diretora para efetuar tais análises, cujo comando estará a cargo do Presidente do BNDES. Para este ano, o Governo previa arrecadar um montante de US\$ 8,7 bilhões com o Programa. No entanto essa meta deverá ser reduzida, uma vez que não será possível implantar, até o final do ano, todo o programa de desestatização previsto no Plano. O objetivo da comissão é privatizar, no mínimo, quatro empresas — podendo chegar a seis — a partir de setembro ao invés das 11 previstas inicialmente para 1990. Além disso, o Governo quer iniciar o Programa privatizando uma estatal rentável.

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

Os bancos ficam obrigados a adquirir o equivalente a 3% da soma do ativo circulante e do realizável a curto prazo que constava no balanço patrimonial da instituição, em 31.12.89, até o limite de 18% do patrimônio líquido.

Além disso, os CPs poderão ser trocados por ações das empresas estatais nos leilões que o Governo irá realizar. Até a data do pri-



meiro leilão, esses títulos terão a correção monetária integral, depois será reduzida mensalmente em um ponto percentual num prazo de 40 meses.

A meta do Governo seria arrecadar cerca de US\$ 7 bilhões com a emissão dos CPs este ano. Tais recursos fazem parte do ajuste fiscal elaborado pelo Governo e representam 2,0% do PIB.

No entanto o lançamento dos CPs que estava previsto para o dia 15.06.90 foi adiado para 16.07.90 devido a diversos problemas de regulamentação que os mesmos sofreram. O Governo recebeu uma série de sugestões de alterações para esses certificados. Levando-as em conta, na reunião do Conselho Monetário Nacional de 27.06.90, o Governo efetuou várias modificações no processo de colocação compulsória desses papéis. Dentre as principais mudanças, encontram-se: ampliação do cronograma de venda do papel, de seis para 12 meses; desconto da base de cálculo do ativo das instituições financeiras das operações comprometidas e das chamadas contas transitórias; exclusão da obrigatoriedade de compra dos CPs para todas as instituições financeiras oficiais, cujo capital seja totalmente (100%) controlado pelo Governo Federal, estados ou municípios.

As alterações efetuadas deverão reduzir a estimativa de receita inicial, a qual deverá situar-se em torno de US\$ 5,0 bilhões, sendo US\$ 2,5 bilhões em 1990 e o restante no ano seguinte.

## **O ajuste tributário**

Quanto ao ajuste tributário, as receitas de impostos do Governo Federal, após experimentarem uma forte expansão em abril, tendo atingido Cr\$ 469,7 bilhões, com um crescimento real de 126% em relação a março de 1990, caíram em maio (Cr\$ 420,5 bilhões), devendo retornar aos níveis normais em junho. O principal responsável pelo expressivo aumento de arrecadação foi o Imposto sobre Operações Financeiras, o qual atingiu, de uma só vez, ativos e aplicações de que o contribuinte era titular em 16.03.90. Somente no mês de abril, esse imposto somou Cr\$ 159,2 bilhões, com um crescimento real de 815% em relação ao mês de março de 1990. O resultado positivo também verificado em maio teve como principal causa o pagamento de impostos e contribuições sociais em cruzados novos, autorizado pelo Governo até 18.05.90.

O Tesouro Nacional atingiu, no mês de abril de 1990, um "superavit" de Cr\$ 147 bilhões, enquanto no mês de maio de 1990 esse "superavit" alcançou Cr\$ 178,3 bilhões. De janeiro a maio de 1990, o resul-

tado de caixa do Tesouro somou Cr\$ 627,9 bilhões. Esse montante de recursos deverá ficar congelado no Banco Central, não sendo utilizado para cobrir despesas correntes.

Nesse período (jan.-maio/90), os maiores dispêndios foram com pessoal e encargos sociais, os quais atingiram Cr\$ 950,0 bilhões, com um crescimento real de 62% em comparação com idêntico período do ano anterior (Tabela 3). Das liberações vinculadas, o item que registrou maior aumento foi o de transferências constitucionais (Fundos de Participação), que subiu 121% reais no período.

O pacote econômico interrompeu, num primeiro momento, a ciranda financeira, reduzindo a dívida pública pelo congelamento do BTN e, após, pela monetização de parte da dívida através da conversão de cruzados em cruzeiros para pagamento de tributos. Com isso reduziu-se também o serviço da dívida estimado para 1990. A previsão de pagamento de juros, cujo montante deveria atingir 11% do PIB, caiu para 2% do PIB para esse ano.

Para o mês de abril, estava programado um gasto com a rolagem da dívida de Cr\$ 778,75 bilhões, tendo sido efetivamente gastos Cr\$... 106,09 bilhões. No mês de maio, as despesas com os encargos da dívida mobiliária ficaram em Cr\$ 7,0 bilhões, enquanto os títulos resgatados da carteira do Banco Central somaram Cr\$ 60,3 bilhões. Essa redução foi possível devido ao bloqueio de 80% dos papéis que giravam no mercado diariamente e à queda da taxa de juros real.

O estoque da dívida mobiliária federal atingiu, em 31.05.90, Cr\$... 7,5 trilhões. Desse total Cr\$ 6,3 trilhões encontram-se em carteira do Banco Central, enquanto Cr\$ 1,8 trilhão está em poder do público.

É importante ressaltar que o elevado montante de arrecadação verificado nesses meses não deve perdurar, pois foram transitórios os ganhos de receitas obtidos com efeitos apenas no período imediatamente pós-Plano. Como o "superavit" registrado pelo Tesouro se baseou, sobretudo, nesses ganhos pelo lado da receita, uma vez que as despesas não apresentaram decréscimo, tendo inclusive subido em termos reais (18%), é de se esperar que, a partir de junho, o Governo passe a conviver com receitas menores, o que significa redução desse "superavit".

Cabe destacar ainda que o resultado de caixa do Tesouro Nacional mensal expressa apenas a movimentação de recursos em cada mês. Dessa forma, pode-se verificar sobre de caixa num mês, juntamente com dívidas a vencer nos meses seguintes. Por isso, os desempenhos de caixa devem ser analisados com cuidado, pois refletem resultados de curto prazo e não o desempenho global do Orçamento da União.

Tabela 3

## Execução financeira do Tesouro Nacional — maio/90

DISCRIMINAÇÃO	VALOR NOMINAL		VALOR REAL (1)		Δ% JAN-MAIO/90 JAN-MAIO/89
	Maio/90 (Cr\$ milhões)	Jan.-Maio/90 (Cr\$ milhões)	Jan.-Maio/89 (Cr\$ milhões)		
<b>I - Fluxo fiscal</b>					
A - Receitas	571 197	1 314 633	816 542		61
A.1 - Recolhimento bruto .....	570 762	1 280 802	695 212		84
A.2 - Incentivos fiscais .....	-12 600	-14 035	-7 827		79
A.3 - Receitas das operações oficiais de crédito .....	13 135	47 886	129 157		-63
B - Liberações .....	-467 084	-1 334 960	-1 133 669		18
B.1 - Liberações vinculadas .....	-202 696	384 931	240 343		60
B.1.1 - Transferências constitucionais (FPM, FPE, IPI e FE) .....	-132 701	278 491	-125 779		121
B.1.2 - Demais transferências a estados e municípios .....	-3 539	-7 835	-35 072		-78
B.1.3 - Outras vinculações ...	-66 456	-98 605	-79 492		24
B.2 - Liberações ordinárias .....	-264 388	-950 029	893 326		6
B.2.1 - Pessoal e encargos sociais .....	-132 133	414 407	-255 033		62
B.2.2 - Serviço das dívidas interna e externa ..	-16 690	-39 764	-44 001		-10
B.2.3 - Outras despesas .....	-89 100	-136 157	-128 944		6
B.2.4 - Encargos da dívida mobiliária federal ...	-7 012	-260 270	-205 570		27
B.2.5 - Despesas das operações oficiais de crédito	-12 330	-46 714	-188 009		-75
B.2.6 - Refinanciamento da dívida com aval da União .....	-7 173	-19 173	-37 109		-48
B.2.7 - Restos a pagar de 1989	-50	-33 544	-34 660		-3
C - Variação das contas de suprimentos .....	34 500	63 944	47 111		36
Resultado (A + B + C).....	138 713	43 617	-270 016		-116
<b>II - Financiamento</b>					
D - Receitas .....	100 000	1 222 296	2 133 199		-43
D.1 - Remuneração disponibilizadas .....	0	225 639	0		...
D.2 - Resultado do BACEN .....	100 000	154 321	0		...
D.3 - Operações de crédito da União (DPMF) .....	0	842 336	2 133 199		-61
E - Liberações .....	-60 358	637 927	-1 834 172		-65
E.1 - Resgates da dívida mobiliária federal .....	-60 358	-637 927	-1 834 172		-65
Resultado (D + E) .....	39 642	584 369	299 027		95
Fluxo de caixa (A + B + C + D + E)	178 355	627 986	29 011		2,065
Impacto monetário .....	156 014	183 185	-391 284		-147

FONTE: Ministério da Economia, Fazenda e Planejamento/Departamento do Tesouro Nacional.

NOTA: 1. Dados preliminares.

2. Valores positivos indicam aumento nas disponibilidades de caixa do Tesouro Nacional e vice-versa.

(1) Valores inflacionados pelo INPC médio com previsão de 10% para maio.

Um ajuste fiscal deveria basear-se principalmente na redução da despesa para poder assegurar um equilíbrio mais permanente. As medidas de contenção de gastos foram consideradas insuficientes.

A perspectiva para o segundo semestre é de que ocorra um desequilíbrio nas contas públicas, podendo fechar o ano com "deficit" público. O Governo já admite que ficou impossível manter a meta de um "superavit" operacional de 2% do PIB e já trabalha com uma expectativa entre 1,1% e 0,8% do PIB.

## Conclusões

A análise desses primeiros meses de vigência do Plano mostrou, pelo lado da política monetária, que o Governo, embora tenha conseguido, num primeiro momento, enxugar fortemente a liquidez da economia, não conseguiu mantê-la devido às diversas formas de conversão de cruzados novos para cruzeiros estabelecidas na própria Medida Provisória nº 168 do Plano e das conversões autorizadas posteriormente.

Em vista disso, as autoridades monetárias, objetivando assegurar o controle da oferta de moeda, vêm utilizando intensivamente instrumentos clássicos, ou não, de política monetária.

Com relação à política fiscal, a estimativa de um "superavit" operacional de 2% para 1990 como constava no Plano será inviável, apesar do substancial acréscimo de receita verificado nos meses de abril e maio, o qual, entretanto, foi sustentado sobre ganhos que não mais se repetirão.

A dificuldade de atingir essa meta decorre de atrasos no programa de privatização das empresas estatais, das alterações introduzidas na regulamentação inicial dos CPs, das resistências institucionais à organização do setor público, além de previsões de receitas superestimadas.

A não-concretização de todos os objetivos propostos sinaliza para o segundo semestre do ano uma retomada do processo inflacionário com recessão, o que fará o Governo trabalhar com uma política monetária fortemente contracionista, controlando a liquidez com o objetivo de evitar pressões de demanda e, conseqüentemente, elevando as taxas de juros.

Essa perspectiva de estagflação afetará também as contas do Governo, cujas despesas são tradicionalmente mais elevadas no segundo semestre. Para minimizar essa situação, o Governo poderá adotar outras medidas que visem aumentar as suas receitas. No entanto existe também necessidade de cortes nas suas despesas.