

POLÍTICA ECONÔMICA

Políticas monetária e fiscal: a necessidade de revigorar esses instrumentos*

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

O Governo brasileiro não tem, hoje, uma base de sustentação política no Congresso, o que, aliado a outros fatores, tem prejudicado as tentativas de implementação de um plano de governo que não só viabilize a estabilidade dos preços, mas também promova a retomada do crescimento econômico do País.

A partir do plano do Ministro Eliseu Rezende, anunciado em 24 de abril, essa situação política ficou mais evidente, com parlamentares cujos partidos estão representados no Governo tomando posturas não coincidentes em relação às diretrizes traçadas pelo Governo e até mesmo em desconformidade com a orientação do seu partido.

A idéia de distribuir os ministérios e demais cargos públicos entre os diferentes partidos que estivessem dispostos a formar um governo de coalizão ("Condomínio Itamar") parece não apresentar os resultados esperados, pois a indicação do ministro pelo partido nem sempre tem se traduzido em total apoio de determinada legenda (agremiação) na apreciação (aprovação) de projetos do Governo enviados ao Congresso.

O episódio mais recente é o que se refere ao plano do atual Ministro da Fazenda, Fernando Henrique Cardoso, que prevê, dentre outras medidas, uma redução no Orçamento do Governo para 1993, além de uma ação rigorosa do BACEN, do Tesouro e de outros órgãos do Governo, no sentido de cobrar as dívidas dos estados e dos municípios. Essa situação, naturalmente, implica que tais unidades da Federação também reavaliem os seus orçamentos. Esse quadro mexe com as bases políticas dos membros dos partidos nas três esferas públicas, pois muitas vezes resulta em tirar recursos de importantes "nichos" eleitorais, advindo daí inúmeras críticas ao plano, que se traduzem em pressões políticas, como discursos de retirada de apoio político ao Governo, que, se concretizada, dificultaria a aprovação de projetos enviados ao Congresso.

Essa incerteza quanto ao apoio político necessário para que o Governo aprove seus planos no Congresso, bem como a dúvida em relação aos resultados, tem se refletido junto aos agentes econômicos, influenciando a elevação do nível geral de preços da economia, que, nos últimos meses, passou de um patamar de 25% ao mês para algo em torno de 30%, caracterizando, assim, uma inflação com forte componente de expectativas.

* Este texto foi elaborado com informações disponíveis até 07 07 93.

** Economista da FEE e Professor da PUC-RS

*** Economista da FEE

1 - Os programas econômicos do Governo Itamar

Durante o segundo trimestre de 1993, dois programas econômicos foram elaborados com o objetivo principal de ajustar as contas públicas. O primeiro — Plano Eliseu —, anunciado em 24.04.93, objetivava recuperar a atividade econômica e reduzir a inflação através de medidas na área fiscal. Os seus principais pontos eram baseados no aumento de receita fiscal decorrente do rigor na fiscalização de tributos e da aprovação do Imposto Provisório sobre Movimentação Financeira (IPMF), cortes de despesas já orçadas e aceleração do programa de privatização. Além disso, esperava-se contar com uma redução na taxa de juros, na medida em que isso reduziria as despesas financeiras.

Com essas medidas, pretendia alcançar o equilíbrio das contas públicas, gerando um superávit primário de 3,9% do PIB em 1993, o qual seria suficiente para cobrir as despesas de juros sobre as dívidas interna e externa. Isso significa que o déficit público operacional seria zerado.

O conjunto de medidas para tentar evitar o déficit nas contas públicas e acertar um acordo com o FMI incluía um corte de US\$ 13 bilhões nos gastos orçamentários.

No entanto é difícil imaginar que essas metas sejam factíveis, uma vez que, em 1992, o déficit operacional foi de 1,67% do PIB, sendo 0,96% do Governo Central, 0,93% dos estados e dos municípios e um superávit de 0,22% do PIB apurado pelas empresas estatais.

No conceito primário, houve, em 1992, um superávit de 1,76% do PIB, que só foi possível porque tanto o Governo Federal quanto as estatais geraram superávits de 0,92% e 0,97% do PIB respectivamente. Por sua vez, os estados e os municípios tiveram um déficit primário de 0,12% do PIB.

Com a mudança do Ministro da Fazenda em maio de 1993, o plano não foi implementado. Ao assumir, o Ministro Fernando Henrique Cardoso anunciou um novo programa — Plano de Ação Imediata —, baseado sobretudo em medidas na área fiscal. Esse programa foi elaborado visando atuar sobre três principais pontos das finanças públicas: receitas, despesas e dívidas. Com esse objetivo, foi dividido em seis itens: corte de gastos, recuperação da receita, relacionamento estados e municípios, bancos estaduais, bancos federais e empresas estatais.

Com relação aos gastos, o programa prevê corte de US\$ 6 bilhões das despesas do Orçamento de 1993 de todos os ministérios. Desde 1988, a União tem quase todo o Orçamento comprometido com pagamento de pessoal, custeio e encargos das dívidas interna e externa e transferências vinculadas. Isso significa que a margem de manobra para cortes de gastos é muito restrita, na medida em que todos esses gastos são praticamente incompressíveis. O corte proposto no Orçamento situa-se nos outros gastos de custeio e investimentos. O Orçamento total é de US\$ 234 bilhões, sendo previstos gastos de US\$ 12 bilhões com pessoal, US\$ 49,9 bilhões com transferências constitucionais e US\$ 145,7 bilhões com a rolagem das dívidas públicas interna e externa. No que sobra (US\$ 26,4 trilhões), estão incluídos todos os programas sociais e os investimentos em obras desenvolvidas pelos estados e pelos municípios e outros gastos com o funcionamento da máquina administrativa (aluguel, telefone, água, luz, segurança e outras).

O Governo propôs cortes de Cr\$ 227,58 trilhões nas despesas de custeio e investimento no seu Orçamento (equivalente a US\$ 4,1 bilhões). Estes situaram-se,

basicamente, em cinco ministérios (84,14% do total dos cortes): Bem-Estar Social (Cr\$ 73,6 trilhões), Integração Regional (Cr\$ 51,9 trilhões), Transportes (Cr\$ 31,7 trilhões), Educação (Cr\$ 25,1 trilhões) e Ministério da Saúde (Cr\$ 29,0 trilhões). Os ministérios que efetivamente sofrerão reduções maiores serão os do Bem-Estar Social e da Integração, que são aqueles que operam com repasses de recursos para estados e municípios. Esses cortes representarão queda substancial nas transferências voluntárias do Governo Federal.

No entanto todas essas alterações ainda não garantem um superávit primário suficiente para pagar a conta de juros da dívida pública.

Além disso, retirar esse montante de recursos de investimentos e custeio não se trata efetivamente de corte, pois o Orçamento é uma intenção de gasto e, na medida em que existe insuficiência de recursos em outras áreas, o Governo pretende remanejá-los.

Nesse sentido, o Governo solicitou um crédito suplementar para fazer frente àqueles gastos com insuficiência de dotação. O pedido de suplementação de crédito é efetuado com base no excedente de arrecadação em relação ao previsto no Orçamento que está ingressando no Caixa da União.

No que se refere à recuperação da receita tributária, o Governo espera contar com a aprovação do IPMF e com um combate efetivo à sonegação das empresas e das pessoas físicas. Segundo um trabalho efetuado por técnicos da Receita Federal, o total sonegado atingiu níveis elevados, pois, para cada cruzeiro arrecadado, Cr\$ 1,20 é sonegado.

Quanto ao IPMF, a Câmara dos Deputados aprovou, em junho, a sua regulamentação. Esse imposto incidirá com 0,25% sobre o valor de qualquer movimentação financeira e será cobrado até 31.12.94. Não deverá atingir os trabalhadores que recebem até 10 salários mínimos, aposentados, cadernetas de poupança sem movimentação por mais de 90 dias, operações inter e intragovernamentais e saques do FGTS. Do total dos recursos gerados, estimados em US\$ 3 bilhões de agosto a dezembro de 1993, 20% serão aplicados em programas de habitação, 18% serão destinados à educação, e o restante, ao pagamento da dívida pública.

No que se refere ao relacionamento do Governo Federal com os estados e os municípios, a União pretende reduzir as transferências não constitucionais de recursos do Orçamento federal e regularizar os pagamentos das dívidas vencidas. Com esse objetivo, irá suspender a assinatura de novos convênios e as transferências de recursos federais (exceto as constitucionais) para os estados e os municípios inadimplentes.

Segundo o Governo Federal, os estados e os municípios devem cerca de US\$ 40 bilhões à União. Diante do protesto dos estados mais endividados (SP, MG, RJ e RS), o Governo reviu os percentuais de comprometimento da receita líquida de 11% para 9% no primeiro ano e de 15% para 11% nos anos subsequentes. Os estados, porém, não pretendem comprometer mais do que 7% dessa receita.

No caso do RS, a dívida para com a União é de US\$ 6,0 bilhões (a preços de janeiro). Esse montante significa mais do que o dobro do Orçamento do Estado para 1993. No entanto os créditos do RS com a União situam-se em torno de US\$ 3,5 bilhões, o que resulta num saldo a pagar de US\$ 2,5 bilhões.

Todavia o percentual da receita líquida que deverá ser utilizado para o pagamento do saldo continua indefinido, e a decisão final deverá vir do Congresso Nacional.

2 - A situação das contas da União

Os resultados atingidos pelas contas da União nos primeiros quatro meses do ano não revelam uma situação confortável.

A execução financeira do Tesouro Nacional registrou um comportamento instável nesse período. No mês de janeiro, houve superávit (Cr\$ 2,5 trilhões); no mês seguinte, déficit (Cr\$ 14,4 trilhões); em março, superávit (Cr\$ 3,16 trilhões); e, novamente, déficit em abril (Cr\$ 2,0 trilhões). No acumulado, houve um resultado negativo de Cr\$ 10,7 trilhões (Tabela 1).

Tabela 1

Execução financeira do Tesouro Nacional — jan.-abr. /93

DISCRIMINAÇÃO	JAN (Cr\$ bilhões)	FEV (Cr\$ bilhões)	MAR (Cr\$ bilhões)	ABR (Cr\$ bilhões)	JAN-ABR/93 (Cr\$ bilhões)	% ACUMULADA (1)
I - Fluxo fiscal						
A - Receitas	52 950	57 890	84 169	105 512	300 521	15,97
Recolhimento bruto	51 619	55 024	82 107	100 243	288 993	21,48
Incentivos fiscais	-410	-489	-659	-817	-2 375	5 540,91
Operações oficiais de crédito	1 450	2 643	2 373	5 288	11 754	-36,34
Remuneração das disponibilidades do Banco do Brasil	291	712	348	799	2 149	-30,59
B - Despesas	-50 402	-72 380	-81 003	-107 531	-311 317	21,54
Liberações vinculadas	-20 384	-22 779	-25 795	-33 339	-102 297	-3,65
Transferências constitucionais - FPM, FPE, IPI-Exp /FE	-13 399	-16 901	-20 085	-25 287	-75 672	42,18
Demais transferências	-674	-1 212	-544	-2 695	-5 125	45,92
Outras vinculações	-6 310	-4 666	-5 166	-5 357	-21 500	-54,55
Liberações ordinárias	-24 724	-46 393	-52 051	-71 071	-194 239	56,48
Pessoal e encargos sociais	-17 055	-28 680	-31 949	-38 722	-116 407	26,99
Encargos da dívida contratada - interna e externa	-2 037	-4 201	-4 090	-2 889	-13 217	115,10
Encargos da dívida pública mobiliária federal	-3 832	-9 663	-8 609	-21 726	-43 300	1 212,76
Outras despesas (custeio/ investimentos)	-1 798	-3 850	-7 402	-7 754	-20 805	-4,44
Liberações das operações oficiais de crédito	-443	-2 307	-2 371	-3 050	-8 171	-53,67
Restos a pagar de 1992	-4 852	-900	-786	-70	-6 609	-4,95
Resultado A + B	2 547	-14 490	3 166	-2 018	-10 796	-650,04
II - Financiamento						
C - Receitas	127 144	94 103	73 896	120 418	415 562	-21,06
Emissões dos títulos federais	12 106	53 625	35 104	67 859	168 693	-69,94
Remuneração das disponibilidades do BACEN	16 909	40 479	38 792	52 559	148 740	304,09
Resultados do BACEN	98 129	0	0	101 844	199 973	0
D - Despesas	-22 495	-61 815	47 900	-75 841	-112 250	-63,52
Resgates da dívida pública mobiliária	-16 654	-57 506	-41 360	-72 732	-188 253	-66,72
Amortização da dívida contratada - interna e externa	-5 841	-4 308	-6 539	-3 108	-19 797	81,56
Resultado C + D	104 650	32 289	25 997	44 577	207 512	869,10
Fluxo de caixa	107 197	17 799	29 162	42 559	196 717	1 339,04

FONTE: Ministério da Fazenda.

(1) Variação percentual acumulada em relação ao mesmo período do ano anterior. Os cálculos da variação percentual acumulada foram efetuados considerando-se a soma dos valores deflacionados pelo IGP-DI, da FGV, com base dez./92 = 100.

No entanto as receitas da União têm registrado um crescimento real de 15,97% de janeiro a abril em comparação com o mesmo período do ano anterior.

Analisando-se o desempenho dos principais tributos a cargo da União para o período de janeiro a maio de 1993, verifica-se que a arrecadação do IR apresentou um comportamento favorável no período, subindo 33,66%, em termos reais, em relação ao mesmo período de 1992. Esse aumento deveu-se principalmente ao crescimento do Imposto de Renda retido na fonte sobre os rendimentos das pessoas jurídicas obtidos em aplicações financeiras, que passou a ser cobrado em janeiro de 1993 (Tabela 2).

O recolhimento do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) registrou um crescimento real de 12,32% nesse período, evidenciando uma melhoria no nível de atividade.

Tabela 2

Arrecadação dos tributos federais — jan.-maio/92 e jan.-maio/93

DISCRIMINAÇÃO	JAN-MAIO/92 (Cr\$ milhões)	JAN-MAIO/93 (Cr\$ milhões)	Δ% ACUMULADA (1)
Imposto de Renda.....	10 401 830	191 906 350	33,66
Imposto sobre Produtos Industrializados.....	5 956 484	93 912 809	12,32
Imposto sobre Operações Financeiras.....	1 847 999	26 973 843	2,41
Imposto sobre Importações	1 327 039	15 679 293	-21,54
Outros impostos.....	14 346	333 952	84,37
Subtotal	19 547 698	328 806 247	19,83
FINSOCIAL/COFINS.....	2 318 710	47 121 682	42,18
PIS/PASEP.....	3 111 828	44 648 886	-1,02
Contribuição social sobre lucro líquido.....	1 189 365	48 049 532	196,33
Outras contribuições.....	1 189 364	3 839 350	-20,95
TOTAL.....	26 553 516	472 490 703	25,62

FONTE: Ministério da Fazenda.

(1) Variação percentual acumulada em relação ao mesmo período do ano anterior. Os cálculos da variação percentual acumulada foram efetuados considerando-se a soma dos valores deflacionados pelo IGP-DI, da FGV, com base dez./92 = 100.

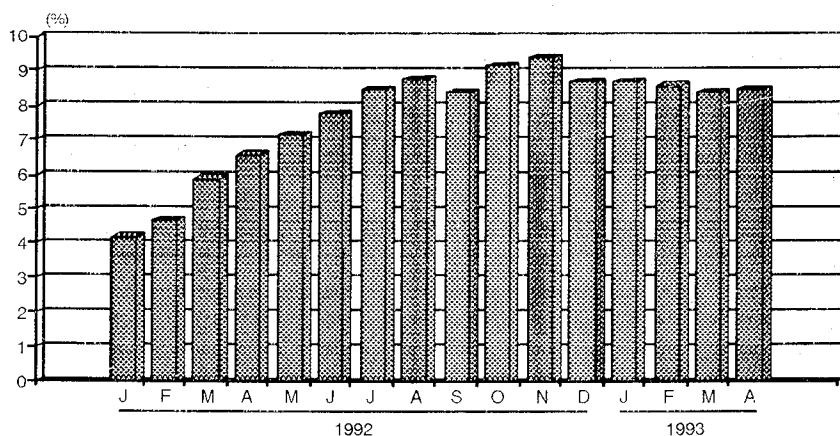
No que se refere às contribuições, sobressai-se a contribuição social (COFINS), que obteve um acréscimo real de 42,18% de janeiro a maio de 1993 em comparação com o mesmo período do ano anterior. Esse tributo foi criado em abril de 1992 para substituir o FINSOCIAL, que estava sendo questionado judicialmente pelas empresas (os depósitos em juízo do FINSOCIAL já somam US\$ 7 bilhões). Além disso, as contribuições sobre o lucro líquido registraram um aumento significativo de 140,79% reais no período.

Considerando-se as despesas da União, houve maior pressão de gastos, sobretudo no item referente aos encargos das dívidas interna e externa, uma vez que o País retomou o pagamento dos juros externos e também porque os juros internos estão novamente se elevando. A principal causa do aumento desses encargos é a entrada de dólares financeiros na economia, que obriga o BACEN a emitir moeda para comprar os dólares ofertados pelo setor privado. O BACEN retira esses cruzeiros através da venda de títulos públicos de curto prazo, tendo que pagar juros. Esse mecanismo eleva os encargos da dívida que são incluídos na Execução Financeira do Tesouro Nacional, os quais tiveram um crescimento real de 1.212% no período em análise.

Todavia as emissões de títulos federais atingiram Cr\$ 225,0 trilhões, enquanto os resgates somaram Cr\$ 253,5 trilhões, resultando num resgate líquido de Cr\$ 28,5 trilhões. Além disso, o saldo da dívida mobiliária federal fora do Banco Central tem permanecido em torno de 8% do PIB (Gráfico 1).

GRÁFICO 1

DÍVIDA MOBILIÁRIA FORA DO BANCO CENTRAL COMO PERCENTUAL DO PIB — JAN/92-ABR/93



O Governo está procurando adotar medidas para alongar o perfil da dívida pública federal através da colocação de Notas do Tesouro Nacional (NTN) com prazos mais longos e, com os recursos, resgatar títulos no Banco Central — Bônus do Banco Central (BBC).

Por sua vez, as despesas com pessoal subiram 26,99%, em termos reais, de janeiro a abril de 1993 em comparação com igual período do ano anterior. Esse aumento deveu-se à recomposição da folha salarial do funcionalismo público em relação a 1992. Por sua vez, as transferências para estados e municípios elevaram-se 42,18%, em termos reais, no período, refletindo o aumento do percentual dos repasses da União para os Fundos de Participação.

Cabe ressaltar a queda de 54,55% nas outras vinculações, cujos gastos estão vinculados aos recursos advindos sobretudo das contribuições sociais. Como essas receitas cresceram, evidencia-se que os repasses não foram efetuados.

Na verdade, observou-se, nesses primeiros meses do ano, um aumento também das despesas não financeiras.

Certamente a receita fiscal deverá continuar crescendo até o final do ano, levando em conta a inclusão do IPMF, que deverá gerar um acréscimo de receita de US\$ 3 bilhões. Entretanto as despesas também irão subir, pressionando o resultado das Contas da União.

3 - A passividade da política monetária

A política monetária do Governo tem-se restringido fundamentalmente à manipulação da taxa de juros, mantendo-a relativamente elevada ao longo do tempo, com a finalidade de estimular a poupança e conter o consumo por parte dos agentes econômicos.

Na realidade, há, hoje, uma clara dificuldade de se reduzirem as taxas de juros reais da economia. No primeiro semestre, principalmente a partir de março, por insistência do Presidente Itamar, o Banco Central começou a trabalhar com essa hipótese — taxas de juros reais declinantes —, e o que se presenciou foi um aquecimento do consumo, devido, sobretudo, à perda de interesse dos investidores na manutenção do mesmo volume de aplicação no mercado financeiro.

Enquanto o nível de atividade da indústria e as vendas do comércio cresceram, o "Fundão" — Fundo de Aplicações Financeiras (FAF) —, por exemplo, perdeu Cr\$ 10,6 trilhões (cerca de US\$ 360 milhões) em abril, e o volume das aplicações em Certificado de Depósito Bancário (CDB) caiu¹.

Realmente, qualquer outro instrumento (clássico ou não) de política monetária com que se queira trabalhar para assegurar o controle da moeda no Brasil não é viável como em países de inflação baixa.

A justificativa dessa impossibilidade do controle monetário deve ser buscada nos efeitos da inflação sobre o tamanho da base monetária (BM) e, em particular, no seu componente de reservas bancárias.

¹ Nos 13 primeiros dias do mês de maio, o patrimônio líquido do CDB registrado na Central de Liquidação e Custódia de Títulos Privados (CETIP) reduziu-se em Cr\$ 151 trilhões (US\$ 1,5 bilhão). (JB, 19 5 93, p. 1).

A base monetária é hoje por volta de 0,7% do PIB, isto é, os agentes econômicos, dada a inflação elevada, reduzem significativamente a posse de dinheiro, canalizando o resto para as aplicações financeiras, ou seja, convertem moeda em quase-moeda (moeda indexada). O M4, que é o maior agregado monetário, representa atualmente 23,7% do PIB.

Nos países de inflação baixa, os agentes econômicos, principalmente em períodos relativamente curtos, não têm tanta necessidade de se protegerem da perda do poder de compra da moeda (transformando-a em quase-moeda). Com isso, a base monetária é muito maior que a do Brasil.

Devido ao pequeno tamanho da BM no Brasil, os fluxos de aumento e a diminuição são bastante elevados em relação ao tamanho absoluto. Assim, a variação dos juros necessária para equilibrar a oferta e a demanda por reservas é mais intensa.

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, 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, causando uma perda de capital aos detentores de títulos públicos, dentre os quais os Fundos.²

Se essa situação ocorresse freqüentemente, poderia desencadear uma corrida para os ativos reais, o ouro e o dólar, deflagrando uma hiperinflação nos moldes clássicos.

A peculiaridade da política monetária brasileira é, portanto, o elevado grau de intervenção do Banco Central no *open market* (mercado aberto). A inflação contínua e elevada desvirtua a ação do Banco Central, ao mesmo tempo em que dificulta o controle da BM.

O fato de os bancos brasileiros não carregarem qualquer reserva excedente — devido ao custo que a inflação alta impõe — retira do sistema toda a flexibilidade de ajustamento sem a participação do Banco Central.

4 - Os agregados monetários

Ao longo do primeiro semestre do ano, o Governo conseguiu controlar a expansão da base monetária, fazendo com que ficasse abaixo da inflação, isto é, tivesse uma contração real.

O principal fator contracionista da BM durante esse período foi o Tesouro Nacional, com um impacto de Cr\$ 51 trilhões, mostrando que o Governo não emitiu moeda para cobrir déficit nas suas contas.

As operações do setor externo foram, por outro lado, o mais importante fator expansionista do dinheiro em circulação, destacando-se, nesse período, principalmente o mês de maio, com a entrada de US\$ 1,8 bilhão, o que contribuiu para a emissão de Cr\$ 62 trilhões.

² Quando há excesso de reservas no sistema, o BACEN está *undersold*, e a taxa de juros tende a cair. Quando há falta de reservas no sistema, o BACEN está *oversold*, e a taxa de juros tende a aumentar.

Esse condicionante da BM também foi bastante afetado pelo forte ingresso de recursos externos no País, através da emissão crescente de títulos no mercado internacional (eurobônus, etc.).

Nos cinco primeiros meses deste ano, o Brasil, através de empresas e bancos, já captou no mercado externo mais de US\$ 2,5 bilhões. Em todo o ano de 1992, a captação ficou em torno de US\$ 3 bilhões; em 1991, por volta de US\$ 1,5 bilhão aproximadamente.

Tabela 3

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

DISCRIMINAÇÃO	(Cr\$ bilhões)			
	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
Maio	-42 091	4 782	62 197	-2 022
Acumulado no ano	-51 420	49 127	80 248	-3 651

FONTE: BACEN.

NOTA: Variações de saldos no período.

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

Para conter a pressão que o forte influxo de recursos externos exerce sobre o meio circulante, o Banco Central anunciou, em meados de junho, 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 (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.

No tocante à captação de recursos externos, determinou um ligeiro alongamento do prazo mínimo de 30 para 36 meses na contratação de dívidas sob forma de títulos, como *commercial papers* e eurobônus. O Banco Central determinou, ainda, a elevação de cinco

para oito anos do prazo mínimo requerido para que o emissor goze da isenção de 25% do Imposto de Renda incidente sobre o pagamento de juros, comissões e despesas diversas.

Também contribuíram para a expansão da BM as operações com títulos federais, que atuaram como fator de ajuste da liquidez, injetando, até maio, Cr\$ 49 trilhões no sistema via resgate líquido de títulos.

No que se refere aos meios de pagamentos, o conceito restrito (M1) pela média dos saldos diários cresceu 18,3% em maio comparativamente a abril, mês que apresentou a maior variação desse agregado — 25% em relação ao mês de março —, sinalizando que a fuga de dinheiro dos ativos financeiros, devido à queda da taxa de juros, expandiu os depósitos à vista em abril, os quais cresceram 33% em relação ao mês anterior.

Dentre os conceitos mais amplos, os agregados M2 e M3 mostraram retração real em março e abril (último dado disponível até 08.07.93), conforme mostra a Tabela 4. Essa situação ocorreu devido, principalmente, à queda observada nas aplicações do FAF³ e da caderneta de poupança em função, sobretudo, das taxas de juros reais declinantes praticadas no mercado.

Tabela 4

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

MESES	BM (1)	M1 (2)	M2 (3)	M3 (4)	M4 (5)	IPC-FIPE
Jan.	8,0	2,0	23,0	23,0	27,0	27,4
Fev.	19,0	26,0	30,0	33,0	25,0	25,1
Mar.	17,0	15,0	24,0	24,0	28,0	25,2
Abr.	25,0	33,0	26,0	26,0	28,0	28,7
Maio	23,0	18,3	-	-	-	29,1

FONTES: BACEN.

NOTA: A BM e o 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 a poupança. (5) M4 é igual a M3 mais depósitos a prazo.

³ Em fevereiro o FAF cresceu 38% em relação a janeiro, enquanto em março e abril o seu crescimento em relação ao mês anterior caiu para 20% e 13% respectivamente.

O M4, entretanto, nos dois meses acima mencionados, manteve-se estável (crescimento real de 28% em ambos os meses) devido ao aumento ocorrido no estoque de títulos privados, basicamente CDBs.

5 - Mercado financeiro

As Bolsas de Valores foram a melhor aplicação nos cinco primeiros meses do ano (Tabela 5), registrando variações bem acima da inflação do período.

Esse desempenho foi impulsionado não só pelo movimento declinante das taxas de juros reais nos primeiros meses do ano, mas também por momentos de confiança do mercado de ações na política econômica do Presidente Itamar e de seus Ministros da Fazenda, principalmente porque todos eles descartaram qualquer tratamento de choque (congelamento, adoção de uma âncora nominal, cambial ou monetária) para estabilizar a inflação.

O dólar paralelo, considerando o acumulado de janeiro a maio, perdeu para a inflação, rendendo praticamente menos que todas as demais aplicações.

Ao longo desse período, o Banco Central fez inúmeras intervenções no mercado do dólar comercial, vendendo divisas para conter a alta do dólar paralelo. Essa necessidade foi gerada 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.

Tabela 5

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

APLICAÇÕES FINANCEIRAS	JAN	FEV	MAR	ABR	MAIO	(%)
						Δ% ACUMULADA JAN-MAIO/93
Bolsa de Valores de São Paulo.....	7,47	20,91	9,09	-2,44	13,18	56,52
Bolsa de Valores do Rio de Janeiro...	0,80	21,25	7,51	-2,66	12,70	44,14
CDB (pré-fixado de 30 dias).....	1,54	3,67	0,66	0,25	1,64	7,96
Poupança.....	-0,02	1,54	1,02	0,09	-0,14	2,52
"Overnight".....	0,89	3,03	2,55	1,39	1,04	9,20
Ouro físico.....	-5,50	0,70	6,95	6,96	2,31	11,61
Ouro "Spot".....	-5,30	0,70	6,95	6,96	2,31	11,61
Dólar comercial....	-0,41	0,98	1,08	-0,23	-0,19	1,22
Dólar paralelo.....	-9,16	2,40	4,07	0,26	-2,41	-5,28

FONTE: BOVESPA.
BVRJ.
BACEN.

Os títulos bancários — CDBs —, por sua vez, apresentaram, em cinco meses, um rendimento real acumulado de 7,96%. Embora perdendo posição a partir de fevereiro e sofrendo uma redução nas suas emissões a partir de abril, em função da queda da taxa real de juros, eles ainda detêm mais de 30% de toda a poupança financeira do País.

A caderneta de poupança, com um rendimento real acumulado de 2,52% até maio, apresentou uma retração no saldo em março e abril. Em maio, segundo dados provisórios da Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança (ABECIP), o saldo desse ativo financeiro cresceu 7,61% reais. A entrada de recursos foi motivada principalmente pela mudança na fórmula de cálculo da Taxa Referencial de Juros (TR), que fez com que sua rentabilidade se elevasse, tornando-a mais competitiva (ver quadro-resumo das principais medidas de política econômica nesta edição).

Conclusão

As medidas preconizadas nos programas anunciados pelo Governo buscaram um ajuste do setor público, partindo do diagnóstico de que a crise é do Estado e de que a solução passa pelo saneamento das finanças públicas. No entanto um ajuste fiscal é necessário, mas não suficiente para a estabilização da economia do País.

Apesar do esforço para equilibrar as contas públicas, o desempenho das despesas e das receitas da União nos quatro primeiros meses do ano evidencia uma maior pressão dos gastos, sobretudo com despesas não financeiras (pessoal, transferências). Pelo lado das receitas, os dados indicam uma melhora no comportamento da arrecadação, devida, principalmente, ao crescimento do Imposto de Renda na fonte sobre operações financeiras de pessoas jurídicas e a um certo aumento do nível de atividade em relação ao ano anterior. Esse resultado positivo deve permanecer nos próximos meses, em vista da inclusão das receitas com o IPMF aprovado pelo Congresso Nacional.

Quanto à política monetária, a sua passividade mostra que o controle da moeda na economia foi substituído pela operação diária de juros no mercado aberto. Em vez de um Banco Central com autonomia para controlar a moeda, o que se tem na realidade é um BACEN às voltas com a gestão de uma situação em que a moeda é trocada por moeda indexada, com possibilidade de liquidez praticamente imediata.

A expansão do dinheiro em circulação (conseqüentemente, aumento da base monetária) ocorreria se a autoridade monetária não mantivesse as taxas de juros num nível adequado para suas metas mais amplas de política econômica.

Bibliografia

DEMONSTRATIVO DA EXECUÇÃO DO TESOUREIRO NACIONAL (1993). Brasília: Ministério da Fazenda. mar.

JORNAL DO BRASIL (19.5.93). Rio de Janeiro. p.1.

NOTA DE IMPRENSA (1993). Brasília: BACEN/Departamento Econômico. maio.