

POLÍTICA ECONÔMICA

Políticas Monetária e Fiscal: a espera do desfecho da crise política*

Edison Marques Moreira**
Isabel Noemia Rückert***

Introdução

No terceiro trimestre do ano, a sociedade brasileira conviveu com uma das maiores crises políticas da sua história moderna. Essa situação materializou-se na instalação da CPI que investigou a corrupção no Governo Collor e na posterior votação pelo Congresso Nacional do *impeachment* do Presidente da República.

Esse acontecimento dificultou e, em certos casos, inviabilizou a tomada de qualquer decisão por parte do Governo que alterasse os rumos das políticas monetária e fiscal. Assim, projetos importantes como a reforma fiscal foram protelados no Congresso.

A política econômica adotada pelo Governo nesse período foi a de concentrar esforços para que não ocorresse um descontrole inflacionário e para que se mantivesse a economia desaquecida.

A manutenção da política de taxas de juros elevadas

A crise política gerou expectativas muito fortes quanto a um possível recrudescimento do processo inflacionário do País. Isso fez com que as autoridades monetárias continuassem praticando uma política monetária de taxas de juros elevadas.

Como se pode observar no Gráfico 1, a taxa de juros primária da economia — referenciada em operações de *overnight* com lastro em títulos federais — a partir de junho começou a elevar-se, revertendo uma tendência de queda sinalizada ainda no primeiro semestre pela política do Ministro Marcílio. Esta era a de reduzir, gradativamente, o custo do dinheiro, ficando para o segundo semestre do ano a discussão do ajuste fiscal pelo Congresso, como forma de criar expectativas positivas a respeito da estabilização.

* Este texto foi elaborado com informações disponíveis até 07.10.92.

** Economista da FEE e Professor da PUC-RS

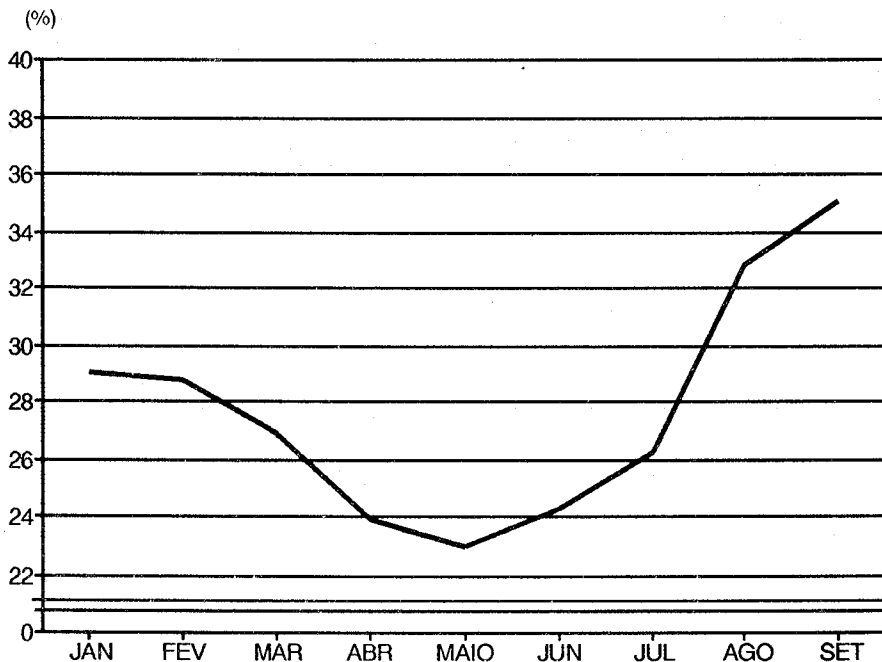
*** Economista da FEE.

Na realidade, a manutenção da demanda reprimida via política monetária, associada ao arrocho salarial em prática, atenuou os efeitos das remarcações preventivas e, de certa forma, ajudou a conter a aceleração inflacionária.

Dentro desse contexto, os dois principais agregados monetários, a base monetária (BM) e os meios de pagamento no conceito M1, apresentaram um crescimento, em julho e agosto, abaixo da inflação (Tabela 1), o que demonstra o esforço das autoridades monetárias para segurarem a expansão da liquidez na economia.

GRÁFICO 1

EVOLUÇÃO DAS TAXAS DE JUROS PRIMÁRIAS — LTN E BBC — JAN-SET/92



FONTE: BACEN.

Tabela 1

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

MESES	BM(1)	M1(2)	M2(3)	M3(4)	M4(5)	IPC-FIPE
Jan.	10,5	4,9	35,4	32,6	35,1	26,0
Fev.	11,0	13,9	30,9	30,4	31,3	21,6
Mar.	17,8	19,3	30,0	28,2	30,3	21,7
Abr.	18,6	21,0	26,9	27,5	26,1	22,7
Mai	19,8	17,4	24,1	22,2	26,3	22,5
Jun.	24,6	25,4	29,5	27,9	25,3	22,5
Jul.	20,9	20,2	25,6	24,6	25,9	21,1
Ago.	15,5	17,0	28,0	27,2	28,2	23,2

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 as reservas bancárias.
 (2) M1 é igual a depósitos à vista mais a 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.

Dentre os fatores que condicionaram o comportamento da base monetária em julho e agosto, destacam-se, do lado expansionista, as operações do setor externo — compra de divisas —, apesar da queda ocorrida no ingresso de recursos externos junto ao mercado brasileiro, e a devolução das duas últimas parcelas dos cruzados novos retidos em março de 1990 com o Plano Collor I. Do lado contracionista, os fatores mais importantes foram a captação líquida de recursos através das operações com títulos públicos na mesa de operações do mercado aberto e o superávit do Tesouro Nacional — em agosto, foi de Cr\$ 1,9 trilhão.

Ao longo da crise política, foi importante a participação do Banco Central (BACEN) como autoridade monetária, intervindo tanto no *open market* quanto no mercado de divisas. No primeiro caso (mercado aberto), ele realizou vários leilões de títulos, sendo que, principalmente em setembro, mês do desfecho da crise, praticou grandes volumes de venda líquida, que auxiliaram na redução da liquidez e mantiveram a taxa de juros elevada. No mercado cambial, através de constantes intervenções, vendendo dólar, o Banco Central conseguiu o seu controle, evitando uma súbita e forte valorização. Mesmo assim, esse ativo financeiro apresentou, em julho e setembro, um rendimento real relativamente elevado (Tabela 2).

Tabela 2

Rendimento real das aplicações financeiras no Brasil — jan.-set./92

APLICAÇÕES FINANCEIRAS	JAN	FEV	MAR	ABR	MAIO	JUN	JUL	AGO	SET	Δ% ACUMULADA NO ANO
Bolsa de Valores de São Paulo.....	46,48	6,41	-0,54	4,78	-6,32	-36,75	10,27	-1,02	9,83	15,38
Bolsa de Valores do Rio de Janeiro...	39,12	1,07	3,51	1,92	-5,07	-33,45	9,81	0,23	6,17	9,50
CDB (préfixado de 30 dias).....	0,61	6,93	7,36	-0,01	1,03	1,31	2,42	2,31	2,07	26,42
Poupança.....	0,17	3,84	2,59	-0,85	-1,73	-0,65	2,65	0,55	1,62	8,35
"Overnight".....	2,51	5,91	4,21	0,97	0,38	1,48	4,26	2,03	2,94	27,44
Ouro físico.....	-5,11	1,21	-2,33	3,61	-6,23	2,68	7,46	-4,68	4,79	0,43
Ouro "spot".....	-5,14	1,22	-2,31	3,58	-6,23	2,69	7,46	-4,68	4,79	0,42
Dólar comercial...	-0,88	1,69	0,13	-1,79	-2,95	-1,21	0,73	-0,92	0,59	-4,59
Dólar paralelo....	-10,46	3,06	1,78	4,56	-4,36	1,54	2,94	-0,47	3,28	0,92

FONTE: BOVESPA.
BVRJ.
BACEN.

A atuação firme do BACEN, portanto, foi importante para que o mercado financeiro não se desorientasse, já que a composição dos *portfolios* neste trimestre incluía dois componentes, que eram a possibilidade de a crise política afetar a política econômica e a magnitude dessa interferência. Quanto maior era a percepção de prolongamento da crise, mais acelerada era a mudança de *portfolio* por ativos de proteção (indexados), superando o interesse pelos ativos de risco.

Diante desse cenário, o estoque de CDB encerrou o mês de setembro em nível recorde: um volume total equivalente a US\$ 15,6 bilhões ou cerca de Cr\$ 90,8 trilhões. Segundo dados da Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos Privados (CETIP) houve uma concentração maior da moeda em CDBs prefixados, que detiveram 90% do total registrado desse título privado.

A caderneta de poupança, que vinha melhorando o seu desempenho em termos de captação líquida, apresentou, em setembro, o segundo melhor desempenho do ano. Segundo dados preliminares da Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança (ABECIP), o saldo da poupança cresceu, até o dia 25 de setembro, 1,58% em termos reais.

As Bolsas de Valores também ganharam importância com a crise, a despeito do nível de atividade econômica ou da situação financeira das empresas, pois elas se transformaram num refúgio para a moeda diante da forte probabilidade de mudanças na política econômica.

Nos meses de julho e setembro, como se pode observar na Tabela 2, as Bolsas de Valores apresentaram os rendimentos mais elevados dentre todos os ativos financeiros. A justificativa, no primeiro mês, dá-se em função das expectativas geradas pela instalação da CPI da corrupção e, no segundo, devido à aproximação da votação pelo Congresso do pedido de *impeachment* do Presidente da República. Na realidade, com

esses ganhos as Bolsas apenas corrigiram parte das perdas decorrentes da crise política deflagrada em meados de maio, que resultou numa enorme defasagem das ações em relação aos níveis de preços anteriores.

As negociações com o FMI

No primeiro semestre de 1992, o País conseguiu cumprir os principais critérios de desempenho para o setor público acertados com o FMI.

O déficit público operacional (que retira o efeito da inflação e da correção cambial da dívida pública) e o resultado primário (que subtrai os encargos financeiros) atingiram as estimativas estabelecidas. O País deixou de cumprir apenas o déficit público nominal, cuja estimativa foi ultrapassada em vista da sensibilidade desse déficit em relação à inflação, que alcançou taxas acima das previstas.

No entanto as negociações das metas econômicas para o segundo semestre, que deveriam ser retomadas em agosto de 1992, acabaram não ocorrendo. Não se tem previsão de quando poderão acontecer os próximos encontros com o FMI para essa finalidade. As medidas econômicas, tais como o ajuste fiscal, que poderiam alterar as perspectivas de déficit público para este ano foram adiadas em vista dos problemas políticos.

O Governo prevê um déficit primário de Cr\$ 45 trilhões no quarto trimestre de 1992, se não forem adotadas medidas para melhorar as contas públicas.

Uma missão de técnicos brasileiros reuniu-se com técnicos do FMI no mês de agosto, mas limitaram-se a definir ajustes nos critérios de apuração e de estatística, uma vez que existem diferenças na forma de apurar os dados entre o Banco Central e o Tesouro Nacional. Um exemplo é o *float*, que se refere à sobra de recursos que pode estar à disposição do Governo, mas que, eventualmente, não tenha ainda sido contabilizado como receita naquele período, representando um volume de recursos com ingresso no caixa contabilizado no mês seguinte.

O Tesouro Nacional considera como receita tributária o efetivo ingresso de dinheiro em sua conta e contabiliza um desembolso como despesa no momento em que determinado montante é transferido ao destinatário. Por sua vez, o Banco Central efetua o registro da receita quando os tributos são recolhidos à rede bancária, mesmo que não tenham ainda chegado à conta do Tesouro, e contabiliza um desembolso como despesa apenas no momento em que o destinatário, para quem é efetuada a transferência dos recursos, efetivamente saca o dinheiro.

Os técnicos pretendem aprimorar a metodologia de forma a conciliarem os números apurados pelos dois critérios: o de caixa e o de competência.

Os resultados das contas do Governo Federal

As contas do Governo Federal, espelhadas através da Execução Financeira do Tesouro Nacional, registraram, no mês de setembro de 1992, um superávit de Cr\$ 2,17 trilhões. No acumulado de janeiro a setembro de 1992, o Tesouro Nacional apresentou um superávit de Cr\$ 7,02 trilhões (Tabela 3). Esse resultado deveu-se muito mais a um decréscimo das despesas do que a um aumento das receitas, pois estas últimas tiveram

um comportamento declinante no período, caindo 10,74% em termos reais, em comparação com o mesmo período do ano anterior. Esse comportamento é atribuído, sobretudo, à queda dos principais tributos a cargo da União, cujas causas se encontram no processo recessivo que assola o País, e ao aumento da sonegação fiscal. A arrecadação do Imposto de Renda caiu 12,24% em termos reais, de janeiro a agosto de 1992 em relação a idêntico período de 1991, em vista do menor recolhimento do Imposto de Renda-fonte (17,36%), causado pelo aumento da taxa de desemprego e pelo arrocho salarial, pois o Imposto de Renda-pessoa jurídica obteve um crescimento de 9,16% no período, decorrente da antecipação do pagamento desse imposto de 1993, ano-base de 1992, pelas empresas (Tabela 4).

Por sua vez, o FINSOCIAL continuou registrando um resultado negativo, decrescendo 42,84% no período de janeiro a agosto de 1992 comparado com igual período do ano anterior, evidenciando, ainda, as contestações judiciais efetuadas pelas empresas em relação a essa contribuição. No entanto essa situação poderá sofrer reversão a partir do segundo semestre de 1992, se o Supremo Tribunal Federal considerar constitucional sua cobrança.

Já o Imposto sobre Produtos Industrializados obteve um declínio de 3,25%, refletindo a queda das atividades econômicas no País.

Com relação à despesa total de União, houve um decréscimo real de 12,74% de janeiro a setembro de 1992 em comparação com igual período de 1991. Os dispêndios que sofreram maior declínio foram os destinados às operações oficiais de crédito (31,99%). Dentre as explicações para essa queda, encontram-se o fato de que o Governo não fez estoque de produtos agrícolas e o de que, por outro lado, as operações de crédito (empréstimos aos agricultores) foram prorrogadas para pagamento a partir de setembro deste ano.

As transferências constitucionais caíram 14,12% no período, devido ao desempenho negativo dos principais impostos que compõem os Fundos de Participação dos Estados e dos Municípios. Quanto aos dispêndios com pessoal, houve uma queda real de 16,93% no período, evidenciando o arrocho salarial imposto ao funcionalismo público.

Um dos poucos itens dos dispêndios que registraram crescimento foi os encargos da dívida mobiliária federal; estes aumentaram, em termos reais, 1.565,95% nos primeiros nove meses do ano, comparando-se com igual período de 1991. Tais encargos vêm crescendo em vista dos juros reais elevados que o BACEN tem praticado para viabilizar uma maior colocação de títulos públicos no mercado, cuja finalidade é enxugar o aumento da liquidez decorrente da liberação dos cruzados novos bloqueados e das operações cambiais (crescimento das reservas internacionais). Essas duas fontes de pressão irão reduzir-se, já que a última parcela de cruzados novos foi liberada no mês de agosto e as reservas cambiais deverão aumentar em proporção bem menor do que no primeiro semestre do ano, o que deverá reduzir o ritmo de crescimento da dívida pública. No entanto o estoque da dívida mobiliária federal em poder do público atingiu Cr\$ 184,48 trilhões no final de agosto de 1992, representando 8,49% do PIB¹, enquanto no mesmo mês do ano anterior esse montante representava 2,47% do PIB (BACEN). Esse aumento substancial da dívida pública mobiliária é preocupante, na medida em que está quase atingindo o montante existente antes do Plano Collor I (em fevereiro de 1990, alcançava 13,35% do PIB), levando a um custo maior com a rolagem dessa dívida.

¹ O BACEN considerou o PIB valorizado pelo IGP-DI e o crescimento real do PIB para 1992 de 2,7%.

Tabela 3

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

DISCRIMINAÇÃO	VALOR NOMINAL (Cr\$ milhões)		% ACUMULADA (1)
	Set./92	Jan.-Set./92	
I - Fluxo fiscal			
A - Receitas	21 055 379	170 032 527	-10,74
Recolhimento bruto	19 563 335	160 095 037	-9,09
Incentivos fiscais	-343 515	-1 867 541	-37,25
Operações oficiais de crédito	1 713 098	10 274 311	-36,90
Remuneração das disponibilidades do Banco do Brasil	122 461	1 540 720	41,47
B - Despesas	-18 883 373	-163 006 482	-12,74
Liberações vinculadas	-6 271 432	-64 564 062	-7,82
Transferências constitucionais — FPM, FPE, IPI — Exportações e FC	-4 591 911	-38 114 025	-14,12
Demais transferências a Estados e municípios	-166 043	-2 000 222	-19,22
Outras vinculações	-1 513 478	-24 449 814	5,45
Liberações ordinárias	-11 194 470	-85 745 562	-7,84
Pessoal e encargos sociais	-5 579 312	-51 430 349	-16,93
Encargos da dívida contratada interna e externa	-1 104 984	-4 953 114	20,27
Encargos da dívida mobiliária federal	-1 858 913	-7 164 586	1 565,95
Outras despesas (custeio e investimentos)	-2 651 261	-22 197 513	-16,50
Liberações das operações oficiais de crédito	-1 412 471	-9 737 523	-31,99
Demais despesas	-1 412 471	-9 737 523	-31,99
"Float" 91	-5 000	-2 959 336	-67,27
Restos a pagar	-5 000	-2 959 336	-67,27
Resultado A + B	2 172 006	7 026 045	89,99
Resultado A + B - CPs	2 172 006	7 026 045	89,99
II - Financiamento			
C - Receitas	13 144 470	347 898 895	292,82
Operações de crédito internas — DPMF	6 621 804	294 465 652	-
Remuneração das disponibilidades do BACEN	6 621 804	42 411 409	-12,34
Resultados do BACEN	0 11 021	834	-70,57
D - Despesas	-5 015 547	-304 015 412	414,80
Resgates da dívida pública mobiliária	-4 502 895	-297 871 670	473,49
Amortização da dívida contratada — interna e externa	-512 652	-6 143 742	-13,65
Resultado C + D	8 128 923	43 883 482	48,70
Fluxo de caixa (A + B + C + D)	10 300 929	50 909 527	53,30

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 IPC médio.

Tabela 4

Arrecadação dos tributos federais — jan.-ago./91 e jan.-ago./92

DISCRIMINAÇÃO	JAN-AGO/91 (Cr\$ milhões)	JAN-AGO/92 (Cr\$ milhões)	Δ% ACUMULADA (1)
Imposto de Renda	2 965 645	24 942 190	-12,24
Imposto sobre Produtos Industrializados	1 619 948	14 294 904	-3,25
Imposto sobre Operações Financeiras.....	380 033	4 096 363	19,56
Imposto sobre Importações	260 463	2 931 181	27,71
Outros impostos	13 461	41 863	-61,91
Subtotal	5 239 550	46 306 501	-5,29
FINSOCIAL	1 168 712	6 337 586	-42,84
PIS/PASEP	828 718	6 919 019	-6,29
Outras contribuições	383 298	5 311 224	29,56
TOTAL	7 620 278	64 874 330	-9,39

FONTES: Ministério da Economia, Fazenda e Planejamento.

(1) Variação percentual acumulada em relação ao mesmo período do ano anterior; seus cálculos foram efetuados considerando-se a soma dos valores deflacionados pelo IGP-DI, da FGV, com base dez./89=100.

O Orçamento Geral da União para 1993

No dia 31.08.92, o Executivo enviou ao Congresso Nacional o projeto de lei do Orçamento Geral da União para 1993, que inclui o orçamento fiscal e o da seguridade social, estimando a receita e fixando a despesa em Cr\$ 538,25 trilhões. Acompanhou esse projeto de lei a proposta de investimento para 133 empresas estatais estimados em Cr\$ 26,67 trilhões, o que representaria 3,1% do PIB.

O Orçamento Geral da União embute um corte real de 22% sobre as despesas da rubrica **outros custeios e investimentos**. Mesmo assim, prevê um déficit primário (que exclui os encargos das dívidas públicas) de 0,7% do PIB (considerando um PIB de Cr\$ 859,8 trilhões). No entanto, nesse orçamento, não foram incluídos o projeto de isonomia salarial do funcionalismo público e o pagamento dos atrasados do reajuste dos 147% aos aposentados.

Além disso, do total do Orçamento, 62% (Cr\$ 331,96 trilhões) serão destinados à rolagem da dívida e Cr\$ 94,91 trilhões referem-se ao orçamento da seguridade social.

Entretanto, com a posse da nova equipe econômica em vista da mudança da Presidência da República, certamente essa lei orçamentária sofrerá alterações. Parece que é intenção do Presidente interino reformulá-la devido às novas estimativas de arrecadação a serem efetuadas, decorrentes da aprovação de uma reforma fiscal que não foi considerada no orçamento enviado ao Congresso.

Conclusão

A partir de 2 de outubro de 1992, em razão da aprovação pelo Congresso do pedido de *impeachment* do Presidente Collor, assumiu a Presidência da República, interinamente, o Vice-Presidente Itamar Franco. Um novo Ministério foi constituído, fato que gerou muitas expectativas, sobretudo quanto aos rumos da política econômica.

Como essa situação é transitória, uma vez que o Presidente é interino, pode-se dizer que o País irá atravessar esse período sem grandes mudanças na política econômica.

O nível de atividade da economia deverá continuar desaquecido pela manutenção do arrocho salarial e da política monetária de taxas de juros elevadas, aliada a um rígido controle da expansão da base monetária e dos meios de pagamento (liquidez apertada).

Na área fiscal, o Congresso deverá aprovar, até o final do ano, um ajuste fiscal de emergência para regularizar as contas do Governo em 1993. Contudo é ainda difícil se prever o formato desse ajuste, uma vez que não existe um consenso sobre qual será a abrangência dessa reforma, pois as negociações para isso deverão iniciar em meados de outubro de 1992. É certo, porém, que, dentre as medidas a serem adotadas, estará a criação do Imposto sobre Transações Financeiras (ITF), com o objetivo de aumentar a arrecadação em 1993, o que resultará numa revisão da Lei Orçamentária para esse ano.

Bibliografia

DEMONSTRATIVO DA EXECUÇÃO FINANCEIRA DO TESOUREIRO NACIONAL (1992).

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

NOTA PARA A IMPRENSA (1992). Brasília: BACEN/Departamento Econômico, ago.