

# POLÍTICAS MONETÁRIA E FISCAL: CADA VEZ MAIS DIFÍCIL CONTROLAR A LIQUIDEZ\*

*Edison Marques Moreira\*\**

## Introdução

As expectativas para o penúltimo trimestre do ano eram de um possível descontrole da liquidez, causado principalmente pela liberação dos cruzados e por um possível surgimento de desequilíbrio do caixa do Tesouro Nacional, devido à queda da receita pela recessão, que se aprofundaria, e à elevação das despesas, sobretudo em função do reajuste dos salários dos funcionários públicos. Entretanto o Governo demonstrou guardar, ainda, algum fôlego para evitar a realização dessas.

## Política monetária

### Os agregados monetários

No terceiro trimestre do ano, o M1 (moeda em poder do público mais depósitos à vista nos bancos) e a base monetária (BM) — exceto em julho —, considerando-se, mês a mês, a média dos saldos diários, apresentaram uma variação abaixo da inflação. Isso revela o esforço da política monetária do Banco Central para controlar a moeda na economia.

Embora julho (primeiro mês do trimestre) tenha sido um mês em que tanto o M1 quanto a base monetária apresentaram, pela média dos saldos diários, o maior crescimento desde abril deste ano (10,3% e 11,7% respectivamente), em agosto essas variáveis voltaram a ter taxas de expansão muito reduzidas (5,1% e 3,9% respectivamente).

No mês de julho, os itens que mais pressionaram a BM de forma expansionista foram as operações de compra de dólares no mercado, executadas pelo BACEN, e as conversões de cruzados novos em decorrência de decisões judiciais. Em agosto, novamente, essas mesmas liberações de cruzados novos e a parcela do valor a ordem do BACEN (VOB) convertida para cruzeiros em 15 de agosto e liberada através dos Depósitos Especiais Remunerados (DER) foram os principais fatores de expansão.

---

\* Este trabalho contou com apoio financeiro da FAPERGS.

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

Do lado contracionista, destacaram-se, em julho, a colocação maciça de títulos públicos federais e os depósitos compulsório e voluntário dos "fundões", enquanto, em agosto, a colocação líquida de títulos públicos pelo BACEN junto ao mercado e as operações do setor externo foram os principais fatores.

Com relação ao M2 (M1 mais títulos do Governo em poder do público), levando-se em conta o critério de saldo em final de período ("ponta à ponta"), observa-se na Tabela 1, que, em agosto, esse agregado apresentou a maior variação do ano (24,3%). Essa situação, além de ser influenciada pela colocação líquida de títulos públicos pelo BACEN junto ao mercado, decorreu, em grande parte, da necessidade que o BACEN teve de alterar o conceito de M2, incluindo na sua composição, além dos depósitos do Fundo de Aplicação Financeira (FAF) e os DER, os títulos estaduais e municipais em poder do público.

Tabela 1

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

(% )

PERÍODOS	BM (1)	M1 (2)	M2 (3)	M3 (4)	M4 (5)	IPC-FIPE
1991						
Jan.	-19,3	-14,8	18,8	19,9	21,6	21,0
Fev.	38,4	54,5	15,6	16,6	11,3	20,5
Mar.	11,7	4,6	16,0	15,0	13,2	7,5
Abr.	0,2	1,8	2,7	4,6	8,6	7,2
Mai.	11,0	10,1	12,5	10,9	13,1	5,8
Jun.	10,0	13,9	12,0	11,9	10,8	9,9
Jul.	3,9	-1,6	9,4	10,5	13,3	11,3
Ago.	9,4	14,7	24,3	19,6	18,5	14,4

FONTE: BACEN.

NOTA: Todos os 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.

**OM3 (M2 mais poupança) cresceu em agosto, 19,6% em relação ao mês de julho, sendo a taxa de expansão deste último de 10,5% pelo critério "ponta à ponta". Isso não significa, contudo, que essa expansão tenha sido obtida pelo crescimento dos saldos de depósitos em poupança, já que esse se mostrou relativamente estável no período (as retiradas mais ou menos empataram com os depósitos), apesar de a remuneração ter ficado, em julho e agosto, abaixo da inflação. A explicação é, então, encontrada no crescimento do M2.**

Quanto ao conceito amplo de meios de pagamento, M4 (M3 mais títulos privados), que mostra a situação da poupança financeira do País, constata-se, através da Tabela 1, que esse agregado monetário, considerando-se todos os meses do ano, exceto janeiro, atingiu as maiores taxas de crescimento nos meses de julho e agosto. Aliás, caso se relacionar o M4 ao PIB, se vê que ele vem crescendo lentamente, mês a mês, desde abril deste ano (Tabela 2).

Na realidade, a poupança financeira do País está sendo reconstituída vagarosamente e passou a ganhar um reforço importante com a liberação dos cruzados, a partir de 15 de agosto.

Tabela 2

Evolução dos meios de pagamento em relação ao PIB,  
no Brasil — jan.-ago./91

(%)

PERÍODOS	M1	M2	M3	M4
1991				
Jan.	2,5	7,3	10,7	14,6
Fev.	3,2	7,0	10,3	13,4
Mar.	3,1	7,6	11,0	14,2
Abr.	2,9	7,0	10,5	13,9
Maió	2,9	7,4	10,8	14,7
Jun.	3,0	7,5	11,0	14,8
Jul.	2,6	7,3	10,8	14,9
Ago.	2,7	7,8	11,2	15,4

FONTE: BACEN.

## A liberação dos cruzados

Antecipado em um mês (a previsão era setembro), o desbloqueio dos cruzados obrigou o Governo a criar certas condições para que o seu retorno à economia não a tornasse muito líquida, pois os aproximadamente Cr\$ 620 bilhões que foram liberados em agosto — em parcelas de Cr\$ 200 mil e por titular de conta em cruzados novos — representavam o equivalente a cerca de 25% da base monetária.

No esquema aprovado, todos os cruzados liberados mensalmente seriam depositados automaticamente numa nova conta — Depósito Especial Remunerado —, sobre a qual incidiriam uma remuneração diária pela Taxa Referencial de Juros (TR) mais 8% de juros ao ano, podendo ainda serem sacados no dia em que o titular desejasse.

O perfil da distribuição de cruzados novos (Tabela 3) feito pelo BACEN com base na posição de final de maio, quando o total de recursos contabilizados pelo VOB somava o equivalente a Cr\$ 7,5 trilhões, revelou que as pessoas físicas detinham 92,85% do

número total de contas e 76,31% do volume de recursos bloqueados, enquanto as pessoas jurídicas não financeiras, apenas 7,15% de todas as contas em cruzados e 23,69% do volume de recursos bloqueados até 31 de maio último.

A explicação dessa concentração de recursos bloqueados no segmento de pessoas físicas decorre das liberações concedidas ao longo do tempo às pessoas jurídicas, que puderam pagar impostos ou obrigações trabalhistas com os mesmos.

Para evitar pressões sobre a demanda agregada da economia, o Governo, além de instituir os DER, criou, em 15 de agosto, um depósito compulsório de 100% sobre a captação adicional de títulos privados, Certificados de Depósitos Bancários (CDBs) e letras de câmbio, que os bancos efetuaram além do saldo contabilizado em 31 de julho de 1991. Com essa medida, afora enxugar a liquidez que vinha girando em torno dos títulos privados, dando margem para o crescimento das operações de crédito, ele assegurou que os recursos tomassem de novo o rumo dos títulos federais, pois a emissão de CDBs, nos últimos meses, vinha tendo uma expansão acentuada, chegando a corresponder a 4,6% do PIB em julho, com perspectivas de ampliar sua participação no sistema financeiro a partir da liberação dos cruzados. Em julho, 3,4% de liquidez do sistema era absorvida pelos CDBs.

Tabela 3

Distribuição dos cruzados novos bloqueados, por faixas,  
no Brasil — maio/91

FAIXAS (1 000 NCz\$)	VALOR (NCr\$ milhões)	Δ% DO TOTAL
Até 300	537 346,7	7,11
DE 300 a 500	495 456,0	6,55
De 500 a 1 000	720 992,2	9,53
De 1 000 a 5 000	2 329 090,6	30,79
Acima de 5 000	3 482 353,2	46,03
TOTAL	7 565 438,2	100,00

FONTE: ANDIMA.

NOTA: Saldo em fins de período.

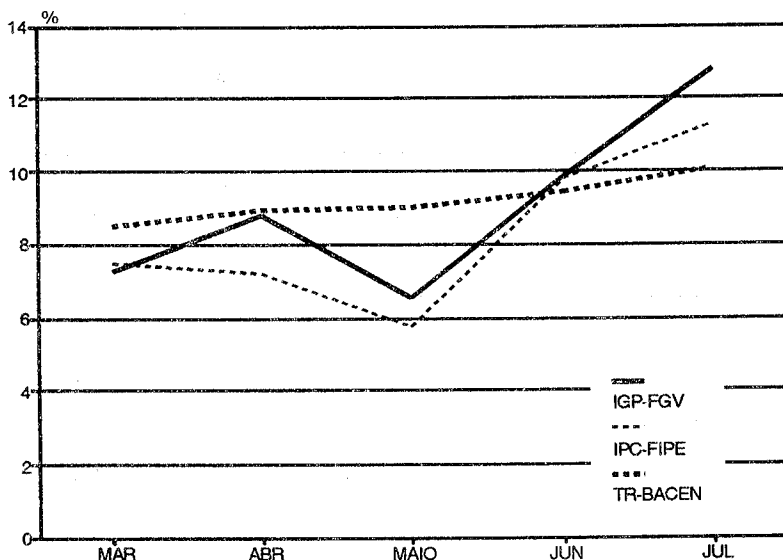
## A TR e o mercado financeiro

Com todas essas alterações no mercado financeiro, que visavam restringir o volume de moeda na economia, a TR tornou-se um dos focos de atenção do Governo, pois, em junho, julho e agosto, ela ficou abaixo da inflação, fazendo com que os ativos financeiros a ela indexados — poupança, FAF e, mais recentemente, os DER — tivessem rendimento real negativo (Gráfico 1).

Essa distorção, se fosse mantida, poderia dificultar o direcionamento dos cruzados mensalmente desbloqueados para o mercado financeiro, comprometeria o espaço que o Governo precisa para financiar seus títulos junto ao mercado e tenderia a provocar, no curto prazo, uma migração de boa parte dos recursos aplicados em ativos financeiros para o consumo e ativos de riscos, o que seria pernicioso ao processo de estabilização da economia.

### GRÁFICO 1

EVOLUÇÃO DA TR E DE ALGUNS ÍNDICES DE PREÇOS  
NO BRASIL — MAR-AGO/91



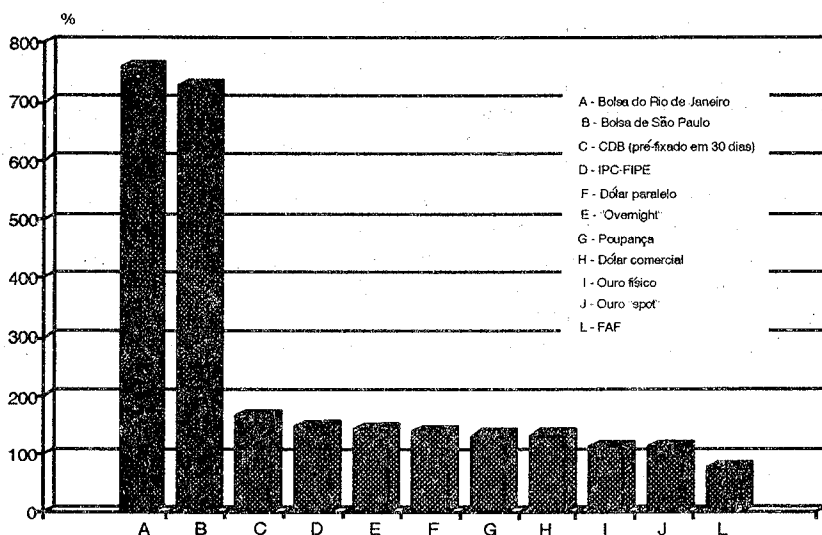
FONTE: FGV.  
FIPE.  
BACEN.

Embora o BACEN tenha elevado a TR em 4,83 pontos percentuais em setembro, em relação a agosto (a TR de agosto foi de 11,95% e a de setembro de 16,78%), para adequá-la às expectativas de inflação no período, a alternativa, caso essa distorção continue, será a mudança na metodologia de seu cálculo, como, por exemplo, incluir na base de cálculo da TR não só as taxas dos CDBs — apurados nos três últimos dias do mês anterior e nos três primeiros dias do mês de vigência, com anúncio previsto até o oitavo dia útil —, mas também as taxas dos títulos públicos apurados nos leilões do BACEN.

O fato de a TR ter ficado, nos últimos três meses anteriores a setembro, abaixo do nível geral de preços da economia certamente contribuiu para que os rendimentos acumulados dos ativos financeiros nos primeiros oito meses do ano, exceto as ações e os CDBs pré-fixados em 30 dias, perdessem para a inflação (Gráfico 2).

## GRÁFICO 2

### RENTABILIDADE ACUMULADA DAS APLICAÇÕES FINANCEIRAS NO BRASIL — JAN-AGO/91



FONTE: GAZETA MERCANTIL (31.8/2.9.91). São Paulo.

NOTA: O dado do FAF refere-se ao período mar.-ago./91.

Nesse período, as ações foram, sem dúvida, as estrelas, pois apresentaram o maior rendimento acumulado de janeiro a agosto. Vários fatores empurraram as bolsas de valores. O principal deles foi a mudança no comando da equipe econômica, que consolidou expectativas de retomada da atividade econômica; depois, a abertura das bolsas ao capital estrangeiro, a liberação dos cruzados — mais pela expectativa de que tal acontecimento viria a acelerar a inflação — e o temor de que os rendimentos das aplicações financeiras continuassem a perder para a inflação.

## Política Fiscal

Há muita expectativa em torno do "deficit" operacional (envolve, além do Tesouro Nacional, as contas dos estados e municípios, a previdência social e as empresas estatais), neste ano. Conforme a fonte, as previsões variam de mais ou menos 2% do PIB até por volta de 4% desse agregado.

As estatais (principalmente as do Ministério da Infra-Estrutura), estão sendo apontadas como as principais responsáveis por essa situação, pois podem fechar o ano com um "deficit" operacional de 1,4% do PIB. Isso é mais do que o dobro do registrado no ano passado, quando essas apresentaram um "deficit" de 0,6% do PIB.

As causas do "deficit" das estatais estão não só no fato de elas não terem acompanhado os ajustes promovidos pelo Governo, deixando de cortar gastos, mas, fundamentalmente, na defasagem das tarifas públicas.

Os sucessivos "deficits" operacionais do setor público ao longo dos anos evidenciam uma profunda crise fiscal do País. O Estado, excessivamente endividado, imerso no "deficit" e com sua poupança negativa ("despoupança"), perdeu o crédito e, portanto, não tem mais condições de garantir a moeda nacional, tornou-se incapaz de gerar poupanças e, por isso, está impossibilitado de promover a retomada do desenvolvimento do País.

Na ótica do Governo, a terapêutica para solucionar esse problema passa inexoravelmente pelas emendas constitucionais propostas no Programa de Saneamento Financeiro e de Ajuste Fiscal — "Emendão" —, proposto pelo Executivo.

As emendas devem ser submetidas ao Congresso Nacional e ser aprovadas por três quintos dos parlamentares.

Abaixo relacionamos uma síntese das emendas à Constituição propostas pelo Governo.

### Emendas permanentes

#### Dívidas

- A emissão de títulos da dívida pública fica restrita à União.
- O Senado passa a controlar os limites globais de endividamento dos estados e municípios.

## Funcionalismo

- O teto salarial para os servidores é a remuneração de ministros de Estado, membros do Congresso Nacional e ministros do STF.
- Fica extinto o princípio da isonomia entre servidores.
- A aposentadoria por tempo de serviço deixa de existir.
- Os salários dos funcionários em disponibilidade ficam reduzidos a um quinto do valor original.
- O Executivo passa a ter poder de estipular os salários dos servidores.
- A aposentadoria do Poder Judiciário torna-se compatível com a dos servidores civis e militares.
- É criado um plano de seguridade social para os servidores em cada nível de governo.

## Receita

- Os Poderes Legislativo e Judiciário passam a ter tetos de despesas anuais equivalentes a 2,1 e 4,2% das receitas correntes do Tesouro.
- O Executivo fica com 93,7% das receitas correntes.
- A Constituição passa a fixar os limites legais para o comprometimento das receitas de pessoal inativo.
- A União pode criar um imposto sobre os ganhos de capital auferidos nos contratos de financiamento para habitação.
- A União pode desapropriar empresas estaduais com débitos junto ao Governo Federal mediante justa indenização.
- Os recursos da educação são desvinculados do Orçamento Geral da União.
- Abre-se a possibilidade de privatização da TELEBRÁS.

## Emendas transitórias

### Dívidas

- Reduz-se de 25 para 20% a cota-parte dos municípios relativa ao ICMS. Isso formaria um fundo destinado à rolagem das dívidas dos estados com a União.
- Suspende-se o princípio da anualidade para a criação de impostos.

### Receita

- São reduzidos em 80% os recursos do Programa de Interação Nacional (PIN), do Programa de Restituição de Terra e de Estímulo à Agroindústria do Norte e Nordeste (Proterra) e do Fundo de Recuperação Econômica do Estado do Espírito Santo. A mesma medida vale para os fundos constitucionais.



- Revoga-se o preceito constitucional que fixou em 12% a taxa máxima de juros cobrada pelo mercado financeiro.

## Funcionalismo

- Suspende-se por dois anos a estabilidade do funcionalismo público e o preceito constitucional que proíbe a redução dos salários dos servidores.

A título de evitar a "ingovernabilidade", juntamente com emendas à Constituição, o Governo busca uma consolidação e a federalização de todas as dívidas dos estados. Conforme o Programa, os estados teriam que fazer um rigoroso ajuste fiscal, e o Tesouro Nacional criaria um fundo especial para viabilizar a rolagem das dívidas.

Para aderir ao Programa, os estados comprometer-se-iam a limitar suas despesas a: 60% das receitas correntes para pessoal, 15% para custeio, 15% para o serviço das dívidas (amortizações e juros) e 10% para financiar novos investimentos. Além disso, não poderiam voltar a se endividar durante a vigência do acordo, o que lhes garantiria a extensão de seus débitos por 20 anos, com juros de 6% ao ano, mais correção pelo Índice Geral de Preços (IGP), da FGV, e amortizações semestrais.

Uma reserva especial de US\$ 7,6 bilhões seria gerada pela suspensão temporária, por dois anos, de fundos regionais — Norte, Nordeste e Centro-Oeste —, de 40% do PIS/PASEP, que é destinado ao BNDES e ao Fundo de Amparo ao Trabalhador, e de uma parte do ICMS que os municípios têm direito. Esses recursos seriam utilizados para complementar o excedente, no caso de estados que gastam mais de 15% da receita corrente com dívidas, ou para financiar programas de investimento nos estados cujo serviço da dívida seja inferior ao percentual referido (15%).

## As contas do Governo: um substancial "superavit" em agosto

O caixa do Tesouro, que vinha mantendo mensalmente, ao longo do ano, um saldo positivo abaixo dos Cr\$ 10 bilhões (em julho foi de Cr\$ 9,7 bilhões), obteve em agosto um "superavit" de Cr\$ 116,4 bilhões. Esse substancial resultado positivo faz parte do objetivo do Governo de buscar saldos mensais em torno de Cr\$ 100 bilhões, para chegar ao fim do ano com um "superavit" anual por volta de Cr\$ 500 bilhões. A mudança de patamar do "superavit" faz parte da política econômica do Governo de aperto geral para reduzir o volume de dinheiro em circulação e auxiliar, assim, o controle da inflação.

O resultado de agosto, apesar da queda nominal da receita de 7,1% em relação a de julho, foi obtido através de uma forte redução das despesas, que caíram 14,1% em relação às de julho. Em boa parte, a queda de receita pode ser atribuída à antecipação de tributos que aconteceu em julho, quando a Medida Provisória nº 298 permitiu o uso de cruzados no pagamento de impostos atrasados.

As liberações ordinárias foram responsáveis por essa significativa redução de despesas, pois caíram, em termos nominais, 26,1% em agosto, em relação às de julho. O que mais contribuiu para esse resultado foram as liberações para despesas de custeio e investimentos, que tiveram uma queda de 55,3% em agosto, comparativamente às do mês anterior. Também pode ser ressaltada como significativa a redução que ocorreu

nas operações oficiais de crédito, que caíram 42,6% em agosto, em comparação com as do mês anterior.

As liberações vinculadas cresceram, em termos nominais, 11,4% em agosto, em relação às de julho. O principal item responsável pela elevação dessa despesa foram as transferências constitucionais, que se elevaram 14,9% em agosto.

Tabela 4

Execução financeira do Tesouro Nacional --- jan. - ago. /91

DISCRIMINAÇÃO	VALOR NOMINAL		Δ% ACUMULADA (1)
	Ago./91 (Cr\$ milhões)	Jan.-Ago./91 (Cr\$ milhões)	
<b>I - Fluxo Fiscal</b>			
A - Receitas	1 444 295	9 772 247	-27,0
Recolhimento bruto	1 363 748	8 132 701	-28,0
Incentivos fiscais	-21 038	-158 961	68,0
Retorno das operações oficiais de crédito	92 141	749 761	14,0
Emissão de Certificados de Privatização (CPS)	0	5	-100,0
Remuneração de disponibilidades - Banco do Brasil	9 444	48 471	-16,0
B - Despesas	-1 327 893	-8 613 285	-24,0
Liberações vinculadas	-554 362	-3 244 673	-6,0
Transferências constitucionais - FPM, FPE, IPI-Exp/FE	-353 555	-2 009 315	-21,0
Demais transferências a estados e municípios	-8 830	-122 357	-2,0
Outras vinculações	-191 977	-1 113 001	45,0
Liberações ordinárias	-773 531	-5 334 301	-34,0
Pessoal e encargos sociais	-474 521	-12 818 485	-39,0
Encargos da dívida contratada - interna e externa	-45 252	-198 940	-119,0
Outras despesas (custeio/investimento)	-178 431	-1 310 738	-14,0
Encargos da dívida pública mobiliária federal - DPMF	-4 340	-13 396	-99,0
Operações oficiais de crédito	-70 012	-626 281	10,0
Refinanciamento de dívidas com aval da União (MF)	0	0	-100,0
Restos a pagar de 1990	-975	-366 461	103,0
Variação das contas de suprimento	0	-34 311	-124,0
Resultado A+B	116 402	158 962	-76,0
Resultado A+B - CPS	116 402	158 957	-71,0
<b>II - Financiamento</b>			
C - Receitas	395 165	4 386 812	-66,0
Remuneração de disponibilidades do BACEN	395 165	2 054 593	-30,0
Resultado do BACEN	0	2 332 219	-58,0
Emissões de títulos públicos federais - DPMF	0	0	-100,0
Recursos do empréstimo compulsório	0	0	0,0
D - Despesas	-41 217	-2 482 529	-56,0
Resgates da dívida mobiliária federal	-9 563	-2 174 501	-60,0
Amortização da dívida contratada - interna e externa	-31 654	-308 028	-88,0
Resultado C+D	-353 948	1 904 283	-74,0
Fluxo de caixa (A+B+C+D)	470 350	2 063 245	-74,0

FONTE: Ministério da Economia, Fazenda e Planejamento

NOTA: Dados preliminares.

(1) Os cálculos da variação percentual acumulada foram efetuados considerando a soma dos valores inflacionados pelo IPC médio.

No acumulado de janeiro a agosto de 1991, comparativamente com o mesmo período do ano anterior, a execução financeira do Tesouro Nacional apresentou uma queda real na receita de 27%. Essa queda pode ser justificada principalmente por que, no primeiro semestre do ano passado, houve um aumento temporário da base tributável do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), o que elevou significativamente a arrecadação nesse período.

Não se pode desconsiderar também a queda na arrecadação dos principais tributos nacionais, como o Imposto de Renda (IR) e o Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI), que caíram 27,7% e 7,11% respectivamente, em termos reais, no período de janeiro a agosto deste ano, em relação a igual período de 1990 (Tabela 5).

Quanto às despesas, estas caíram 24% em termos reais, nos oito primeiros meses do ano, frente a igual período de 1990.

Apesar do esforço que o Governo pretende continuar a fazer para conseguir "superávits" tão elevados quanto o obtido no mês de agosto, não há certeza de que possa chegar ao fim do ano com a execução orçamentária equilibrada.

Tabela 5

Arrecadação dos tributos nacionais — jan.-ago. 1990/91

DISCRIMINAÇÃO	JAN-AGO/90 (Cr\$ milhões)	JAN-AGO/91 (Cr\$ milhões)	Δ% REAL ACUMULADA (1)
Imposto de Renda .....	812 621	2 965 645	-27,7
Imposto sobre Produtos Industrializados .....	355 191	1 619 948	-7,1
Imposto sobre Operações Financeiras .....	295 529	380 033	-73,8
Imposto sobre Importações ..	50 576	260 463	4,9
Imposto sobre Exportações ..	1 415	4 352	-37,4
Outros impostos .....	1 332	9 093	38,9
Subtotal .....	1 516 664	5 239 534	-29,6
FINSOCIAL .....	237 913	1 168 712	0,1
PIS/PASEP .....	174 976	828 718	-3,5
Outras receitas .....	120 616	381 315	-35,6
TOTAL .....	2 050 169	7 618 279	-24,3

FONTE: Ministério da Economia, Fazenda e Planejamento.

(1) Os cálculos da variação percentual acumulada foram efetuados pela média, no período, do Índice Geral de Preços-Disponibilidade Interna, da FGV, com base dez./89=100.

## O orçamento da União para 1992: corte drástico nos gastos

O projeto de lei do Orçamento Geral da União para 1992 prevê um cenário recessivo, apontando um crescimento zero do PIB para o próximo ano.

Para fechar um orçamento de Cr\$ 48,9 trilhões (a preços de abril passado), o Governo conta com algumas receitas incertas. Espera, por exemplo, uma arrecadação adicional de Cr\$ 1 trilhão (1% do PIB), sem aumentar a carga tributária. Conta, ainda, com a cobrança de Cr\$ 2,7 trilhões da dívida ativa da União.

Do volume global previsto no projeto orçamentário, o Governo somente tem margem de manobra efetiva sobre menos de 10%, cerca de Cr\$ 4,6 trilhões. O restante dos recursos é consumido como transferências constitucionais a estados e municípios, receitas vinculadas a despesas fixadas em lei (como seguridade) e rolagem da dívida.

Uma forte compressão nos gastos públicos do Governo Federal está presente nesse orçamento, pois, na média, os ministérios terão uma disponibilidade inferior, em termos reais, a 30% do executado este ano.

Apenas alguns segmentos da administração pública terão um orçamento melhor: o Ministério da Saúde poderá aumentar suas despesas em 32% reais sobre as de 1991, contando com os recursos da seguridade social; a Secretaria de Ciência e Tecnologia poderá contar com 10% reais de crescimento sobre as receitas deste ano; a Previdência Social, por ter receitas vinculadas a despesas previstas na Constituição, também poderá obter um acréscimo real de 25%.

As receitas totais estimadas para 1992 — dados sujeitos a alguma mudança e, como determina a Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO), a preços de abril passado — são de Cr\$ 42,78 trilhões, sendo Cr\$ 17,84 trilhões de receitas correntes (impostos e contribuições) e Cr\$ 24,93 trilhões de receitas de capital (operações de crédito). As receitas correntes comparadas ao PIB representaram 17,43% do produto em 1990, caíram para 15,16% do PIB em 1991 e devem corresponder a 16,62% do PIB em 1992. Já as receitas de capital, que em 1990 atingiram 50,27% do produto, tiveram uma queda de 14,53% do PIB em 1991, devendo subir para 23,22% do PIB em 1992.

A receita disponível — a que restaria após se deduzirem os gastos com encargos de dívida, pessoal, transferências constitucionais e vinculadas a despesas específicas — é estimada em apenas Cr\$ 4,04 trilhões, ou seja, 3,73% do produto.

No projeto de lei orçamentária para 1992, os encargos financeiros da União totalizam Cr\$ 23,7 trilhões a preços de abril de 1991. Desse montante, 97,5% correspondem à amortização, a juros e a encargos das dívidas interna e externa.

Só a administração da dívida pública mobiliária federal interna concentra Cr\$ 22,1 trilhões, ou seja, 93% dos encargos financeiros da União em 1992. Essa é a previsão orçamentária para a remuneração de títulos de emissão e responsabilidade do Tesouro Nacional.

## Perspectivas

As perspectivas para o último trimestre do ano não são nada otimistas, pois a inflação tende a se elevar, podendo ultrapassar, até dezembro, os 20% ao mês, e o nível de atividade da economia deve permanecer desaquecido.

O equilíbrio de caixa do Tesouro Nacional até o fim do ano dependerá da realização de cortes drásticos mensais (como ocorreu em agosto), principalmente na rubrica de custeios e investimentos, além de medidas que permitam aumentar as receitas, como a reindexação de impostos.

As taxas de juros manter-se-ão elevadas como último recurso para evitar descontrolado da liquidez, pois, na realidade, o Governo opera sem instrumentos de política econômica eficazes, sustentando-se, cada vez mais, na política monetária.

A pressão que a liberação mensal dos cruzados fará sobre a base monetária exigirá uma constante vigilância do BACEN sobre os agregados monetários, a fim de neutralizar eventuais surtos de expansão da liquidez. Um instrumento recente (criado em junho) que as autoridades monetárias passaram ter a disposição para isso é a Nota do Banco Central (NBC), que é um título público de longo prazo, com rendimento pós-fixado atrelado à variação da TR.

Enfim, diante desse cenário, que tende a se agravar com o reflexo, na matriz de preços da economia brasileira, da recente mididesvalorização do cruzeiro em final de setembro, parece que o Governo fica "entre a cruz e a espada", pois, se não tomar alguma atitude, os preços tendem a acelerar as suas taxas de crescimento, impossibilitando o gerenciamento da política econômica, e, se realizar um congelamento de preços antes do fim do ano, tende a sofrer pressões da chamada "inflação gregoriana", isto é, da mudança de um ano para outro, quando normalmente há uma alteração dos preços para patamares mais elevados, o que pode dificultar a manutenção, pelo tempo necessário, dessa medida.