

Panorama Geral

A economia brasileira deverá apresentar um crescimento de pelo menos 4% do PIB em relação a 1992, apesar da queda do nível de atividade que vem sendo registrada a partir do segundo semestre de 1993. Entre os fatores responsáveis por esta desaceleração está, sem dúvida, a continuidade das altas taxas mensais de inflação e, possivelmente, a política de juros reais elevados.

Por outro lado, a Revisão Constitucional, que é uma grande oportunidade para mudanças estruturais no regime fiscal do país, através da redistribuição de encargos entre os diferentes níveis do Estado, adequação das despesas às receitas do setor público e transformação da Previdência Social na direção de um modelo equilibrado, parece ter seu cronograma comprometido em função da CPI ora em andamento no Congresso Nacional.

Além das reformas estruturais para se alcançar a estabilidade econômica, vários analistas prevêem a necessidade de um plano de desindexação. Discute-se a eficácia da utilização de uma âncora monetária ou cambial e política de rendas. A seção Ponto de Vista analisa as diversas possibilidades de uso do câmbio como instrumento básico de um programa que conduza ao fim da indexação dos preços.

▲ Nível de Atividade

Conforme a última projeção do IPEA, o PIB deverá crescer em 1993 4,40% em comparação com 1992. A queda da taxa de crescimento projetada (anteriormente previa-se crescimento de 4,7%) reflete a desaceleração do nível de atividade resultante da inflação, do aumento dos juros reais e do recuo no aumento do salário médio na indústria. A projeção do PIB baseia-se em um crescimento liderado pela indústria, cuja produção deverá ampliar-se em 7,5% até dezembro. O produto agropecuário, ao contrário do previsto anteriormente, deverá cair 1,20% em decorrência de quedas de safras em várias lavouras, à exceção da soja, conforme revelou a última previsão do IBGE. O setor de serviços registrará expansão de 3,5%. A taxa de investimento deverá ficar em torno dos 15% do PIB, crescendo cerca de 0,5 ponto percentual ante o resultado de 1992, o pior de todo o período de industrialização brasileira do pós-guerra.

Segundo os dados de produção física (índice de quantidade) do IBGE a

indústria voltou a cair em agosto, apresentando retração de 1,9% ante julho. Entre maio e agosto a queda na atividade manufatureira já acumula 7,4% no comparativo mês/mês anterior. Apesar da desaceleração da indústria a partir de maio, o resultado de agosto quando comparado ao mesmo mês do ano passado aponta um expressivo crescimento de 11,8%. No ano, a indústria acumula expansão de 10,5%. Em agosto, a maior queda (5,2%) ocorreu na categoria de bens não duráveis. Esse segmento foi prejudicado pela queda de 3,77% da massa salarial real em agosto, segundo os indicadores da CNI. Os bens duráveis e bens de capital continuaram em expansão (1,5% e 4,7% ante julho, respectivamente). O IBGE aponta que há uma forte tendência de acomodação da manufatura face a uma conjuntura de incerteza na economia. O cenário macroeconômico se desenha desfavorável desde o início do segundo semestre sem perspectivas de como se atingir a estabilização dos preços. Nesse contexto, ocorreram quedas significativas nas indústrias farmacêutica, de material plástico, fumo e borracha. Ainda, segundo o IBGE, a indústria

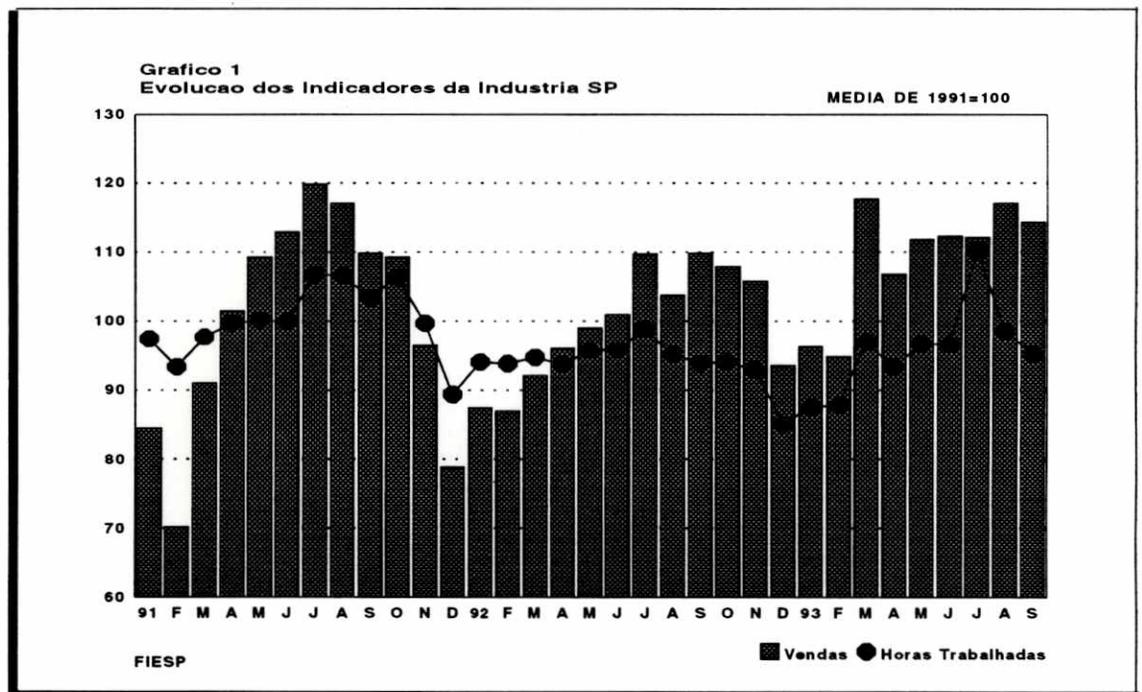
ÍNDICE

Panorama Geral	1
Nível de Atividade	1
Emprego e Salários	2
Inflação e Tarifas Públicas	4
Setor Público	5
Setor Externo	7
Taxas de Juros e	
Remuneração dos Ativos	10
Ponto de Vista	14

poderá encerrar o ano com um crescimento inferior aos 10,5%, já que a base de comparação com 1992, a partir de setembro, é desfavorável. Como já foi dito anteriormente o IPEA projeta uma expansão de 7,5%.

Em relação ao desempenho da indústria paulista, a FIESP aponta para um leve crescimento de 1,3% no nível de atividade em setembro ante agosto. A utilização da capacidade instalada expandiu-se de 76,5% para 77,5% em setembro. As horas trabalhadas na produção ficaram estáveis em comparação a agosto. As vendas reais da indústria, entretanto, tiveram ligeiro declínio de 1,8% (taxa dessazonalizada) ante o mês anterior (ver

gráfico 1). Apesar do ligeiro crescimento do nível de atividade em setembro, as demissões voltaram a crescer a partir de setembro, o que reflete a adaptação a uma mudança de expectativa, segundo Mário Bernardini, diretor do Departamento de Economia da FIESP. A perda de quase 11 mil postos de trabalho na última semana de setembro e as duas primeiras de outubro, anula tudo que a indústria paulista tinha empregado durante o ano de 1993 até agora. A previsão é de que a indústria paulista feche o ano com um crescimento entre 9 e 10%, graças ao desempenho favorável do começo do ano.



No que diz respeito ao varejo, o volume de vendas do comércio na região metropolitana de São Paulo cresceu 4,70% (taxa dessazonalizada) em setembro ante o mês de agosto, segundo a FCESP. Em média, as em-

presas do setor tiveram uma queda real de 0,23% no faturamento, acumulando um crescimento de 12,40% no ano de 1993 em face ao mesmo período de 1992.

▲ Emprego e salários

A pesquisa semanal de emprego realizada pela Federação da Indústria do Estado de São Paulo (FIESP) apontou uma redução de 5.769 postos de trabalho na primeira semana do mês de outubro, que corresponde a uma média diária de 961,5 demissões. É o maior número de dispensas já registrado pela enti-

dade desde o início do ano. Com esse resultado, o nível de emprego caiu 0,24% em relação à semana anterior, sendo, portanto, o patamar mais baixo das últimas 40 semanas. Esses últimos dados indicam que a taxa de emprego acumulada no ano cai para 1,41% ante os 1,66% apurados no mês de setembro.

Para o presidente em exercício da FIESP, a retração do emprego se deve principalmente à instabilidade econômica que não permite elaborar qualquer planejamento de longo prazo. Dos 46 sindicatos pesquisados, observou-se que mais da metade mantivera os seus quadros de pessoal inalterado. No entanto os setores que mais demitiram foram malharia e meias; esquadrias e construções metálicas; parafusos e similares; rações balanceadas, massa alimentícias e biscoitos; condutores

elétricos e outros. Dentre os que contrataram estão os setores de gráfica, tintas e vernizes, trefilação e laminados ferrosos e fundição.

O comportamento do pessoal ocupado, do salário real médio e da massa salarial do comércio e da indústria do Estado de São Paulo pode ser observado na tabela 1. Destaca-se que os indicadores do comércio apresentaram um melhor desempenho do que os indicadores da indústria nos últimos seis meses do ano.

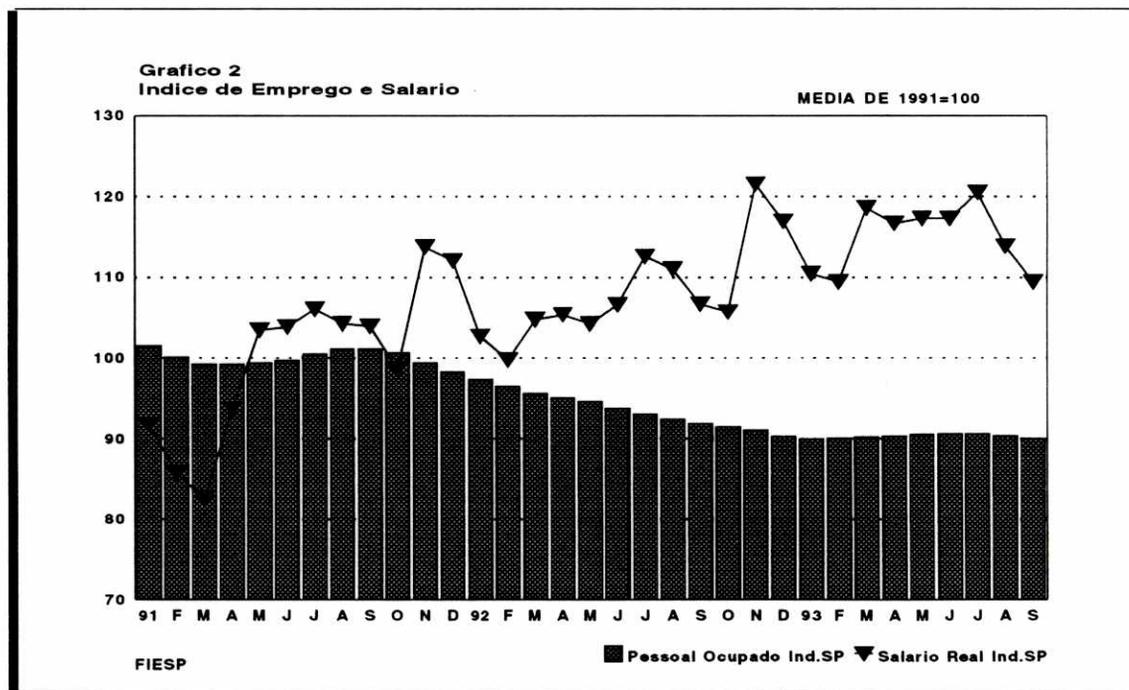
Tabela 1
Emprego e Salários da Indústria e Comércio do Estado de São Paulo nos últimos seis meses (*)

Meses	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Acum. Período
Indústria							
• pessoal ocupado	0,12	0,23	0,12	—	-0,23	-0,35	-0,12
• salários reais médio	-1,72	0,35	-2,50	2,56	-3,14	-3,30	-7,62
• massa salarial real média	-1,62	0,53	-2,21	2,38	-3,32	-3,61	-7,72
Comércio							
• número empregado	-0,07	0,53	0,70	2,73	-2,73	2,29	3,35
• salários reais médios	6,90	-3,56	-3,05	-4,21	13,77	-6,53	1,81
• massa salarial real média	6,83	-3,04	-2,38	-1,55	10,55	-4,39	5,22

Fonte: FIESP, FCESP

Elaboração: BNDES/DEPEC

(*) taxas mensais em relação ao mês anterior

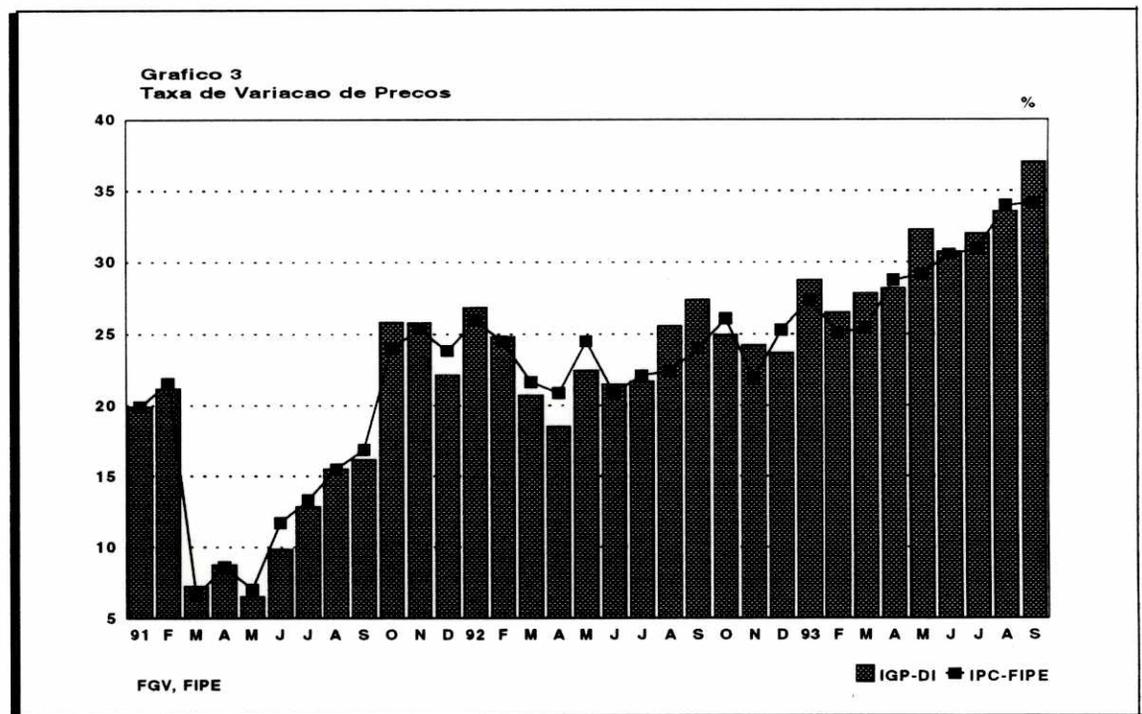


▲ Inflação e Tarifas Públicas

O IGP-M, recuou, em outubro, apresentando uma variação de 35,04% contra os 35,28% do mês anterior. No ano o índice acumula uma inflação de 1316,36%. Os preços no atacado foram os principais responsáveis pelo comportamento favorável do indicador, caindo de 36,30% em setembro para 34,94% em outubro. Vale lembrar que o IPA é um dos três índices que formam o IGP-M, com peso de 60%. O IPC, com peso de 30%, manteve-se praticamente estável, sendo que a maior alta ficou com o item habitação. Os alimentos apresentaram desaceleração dos reajustes (33,94% contra os 35,46% de setembro).

O Índice de Preços ao Consumidor da FIPE/USP apresentou um aumento de 34,48% na terceira quadrissemana de outubro. A pequena aceleração de 0,56 ponto percentual

em relação à segunda quadrissemana deveu-se à forte alta dos preços dos alimentos industrializados que foi de 35,91% contra os 32,91% do período anterior. Outros itens de destaque foram aluguéis, vestuário e serviços médicos. Para o coordenador adjunto do índice, Heron do Carmo, a tendência do IPC é manter-se estabilizado em torno dos 35%. O resultado dependerá da evolução dos preços dos hortigranjeiros e industrializados, cuja variação está bem acelerada, bem como do vestuário, cujo efeito dos preços da nova coleção ainda não está esgotado. Segundo Heron do Carmo, há indicação de que o índice deverá se manter na faixa de 35 a 36% nos meses de novembro e dezembro como resultado da manutenção de juros reais elevados e dos sinais de desaceleração da atividade econômica.



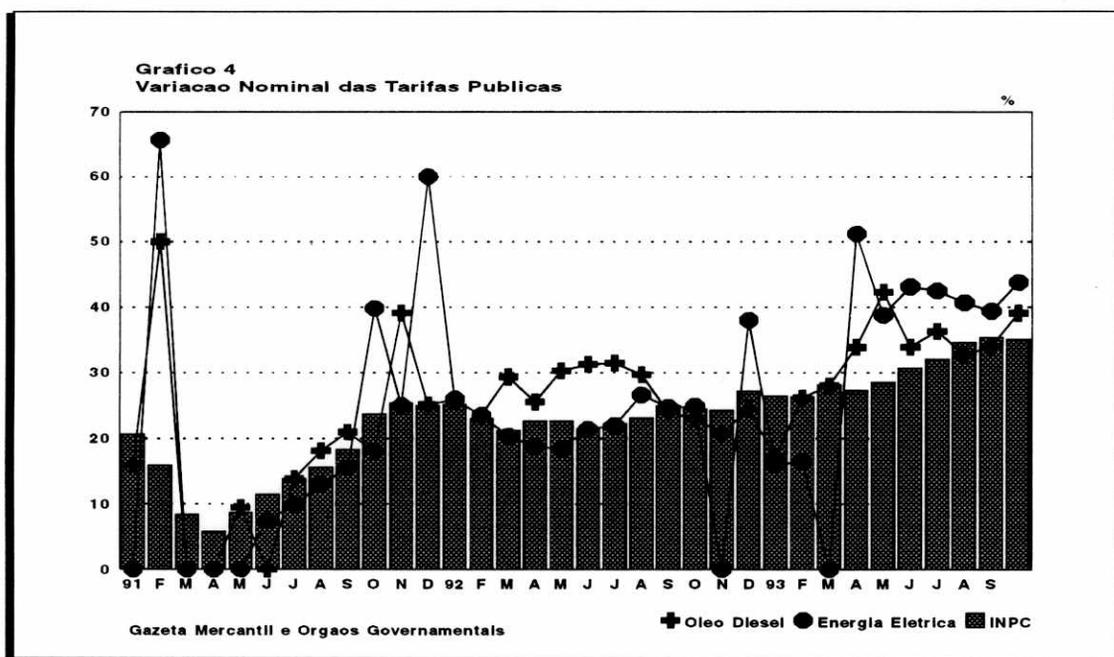
Em relação às tarifas públicas, a energia elétrica obteve um reajuste de 43,77% em outubro, o que representou um ganho real de cerca de 6,46% (ver gráfico 4)¹. Este reajuste foi o último previsto no acordo entre o governo federal e as concessionárias estaduais para viabilizar a recuperação da defasagem real

acumulada na tarifa. O óleo diesel, por sua vez, também obteve um reajuste acima da inflação, de 39,07%. O Ministro da Fazenda, Fernando Henrique Cardoso, quer modificar a política de reajuste dos preços e tarifas públicas para evitar a concessão de aumentos reais no ano que vem. A intenção é reformular,

completamente, a política de preços públicos executada até agora, principalmente com relação às tarifas de energia elétrica, que eram vinculadas aos acordos internacionais com o Banco Mundial (BIRD). O ministro quer que os preços cobrados pelas estatais reflitam a realidade dos custos de cada setor e que seus dirigentes busquem, cada vez mais, ganhos de produtividade. Para alterar drasticamente a política tarifária das estatais, a equipe econômica parte do pressuposto de que as tarifas recuperaram, ao longo de 1993, os atra-

tos em relação à inflação. A nova política de preços públicos, com reajustes acompanhando a inflação e, quando possível, até mesmo abaixo da variação dos índices de preços, já foi considerada na montagem do orçamento de investimentos das empresas públicas para 1994.

1 A taxa de reajuste da energia utilizada é uma média das taxas de variação da tarifa Eletropaulo (SP) e Light (RJ).



▲ Setor Público

O mês de outubro foi marcado pelo início do processo de Revisão Constitucional. Contudo, seu cronograma vem sendo retardado em função das denúncias de irregularidades nos trabalhos da Comissão de Orçamento do Congresso Nacional. Paralelamente, a equipe econômica vem trabalhando na elaboração de propostas para dar conta dos ajustes requeridos pela economia brasileira, que se referem tanto ao curto prazo, para compensar dificuldades da gestão das contas públicas, bem como, medidas de caráter mais estrutural para a atuação do Estado.

No que diz respeito ao orçamento de 93, a fim de solucionar os problemas de caixa do Tesouro, estão previstos: corte seletivo dos gastos de custeio para viabilizar o pagamento

da folha de pessoal; aperfeiçoamento da arrecadação e reorganização do fluxo de caixa; e mudanças no Imposto sobre Operações Financeiras, que consistem na sua duplicação nos empréstimos tomados pelas empresas junto ao sistema bancário e na elevação de 5% em média de sua alíquota.

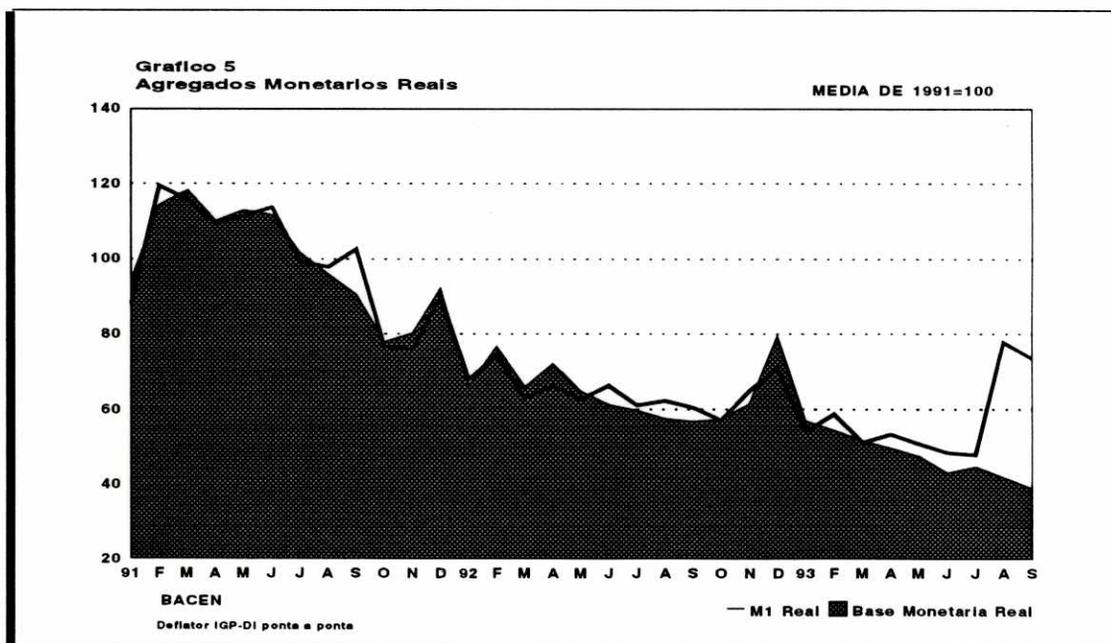
Segundo informações colhidas através da imprensa, a equipe econômica prevê a necessidade de um ajuste fiscal da ordem de 6,5% do PIB, que se daria através da combinação de um corte de despesas de 4% e de um aumento nas receitas de 2,5%. Essa proposta requer aprovação do Congresso no processo de revisão constitucional, pois envolve medidas tais como, desvinculação dos benefícios da Previdência do reajuste do salário

mínimo e o fim das receitas vinculadas às despesas específicas, como por exemplo, aquelas destinadas à educação. Outros pontos dessa mesma proposta, dependem exclusivamente de legislação ordinária ou complementar, como a criação de dois novos impostos (sobre ativos e grandes fortunas).

Além disso, estão sendo alteradas as linhas gerais da revisão do programa de privatização com a criação de moedas sociais (FGTS e FCVS) e abertura de concessão para atuação da iniciativa privada e privatização das empresas federais de energia elétrica.

No que se refere à execução financeira do Tesouro Nacional, foram divulgados recentemente os dados relativos aos meses de agosto e setembro. O resultado obtido em agosto foi um déficit de CR\$ 45,5 bilhões. No mês seguinte, reverteu-se a tendência do resultado negativo dos dois meses anteriores, apresentando um superávit de CR\$ 50,1 bilhões. Este fato é atribuído ao crescimento real de 5,9%, no recolhimento tributário bruto, se comparado ao mesmo mês do ano passado, onde estão incluídos os CR\$ 28 bilhões arrecadados com o IPMF. Cabe destacar que os resultados apresentados não levam em consideração as despesas do Tesouro com o pagamento de encargos ao Banco Central resultante das operações relativas à separação das contas. Segundo o Secretário do Tesouro Nacional, Murilo Portugal, esses pagamentos não têm impacto macroeconômico por se tratarem de uma operação meramente contábil.

A base monetária em setembro, registrou um crescimento nominal de 26% na posição de ponta e de 31% na média dos saldos diários (ver gráfico 5). As operações do setor externo continuaram a pressionar, porém, de forma mais branda. O impacto expansionista desse fator caiu de CR\$ 87 bilhões, em agosto, para CR\$ 23 bilhões, neste mês, basicamente em função dos efeitos da Resolução 2013 do CMN que restringiu a aplicação dos investidores institucionais estrangeiros nos fundos de "commodities" e nos títulos de renda fixa. A liberação dos depósitos obrigatórios relativos ao FAF teve também um significativo impacto expansionista com CR\$22 bilhões. Em seguida vêm as liberações dos depósitos relativos aos DER's (CR\$ 9,2 bilhões), dos depósitos de instituições financeiras (CR\$ 8,9 bilhões) e a dos recursos do PROAGRO (CR\$ 7,1 bilhões). Ao contrário do que vem ocorrendo nos últimos dois meses, as operações do Tesouro Nacional provocaram um impacto contracionista na base monetária de CR\$ 51 bilhões ao final do período, graças a um crescimento da receita tributária e a uma política de contenção de despesas no final de setembro. As operações com títulos, realizadas para ajustar a liquidez do sistema e executar a rolagem da dívida mobiliária federal, provocaram movimento de retração de CR\$ 62 bilhões (4,3% da dívida mobiliária fora do Banco Central, tomando-se como deflator o IGP-DI centrado).



No que se refere aos meios de pagamentos em setembro, o M₁ cresceu 28% na posição de ponta e 31% na média dos saldos diários. Os conceitos M₂, M₃ e M₄ ficaram também abaixo da variação do IGP-M,

ressalvando-se que o conceito mais amplo (M₄) mostrou expansão de 34% em razão da elevação observada no estoque de títulos privados, basicamente CDB.

▲ Setor Externo

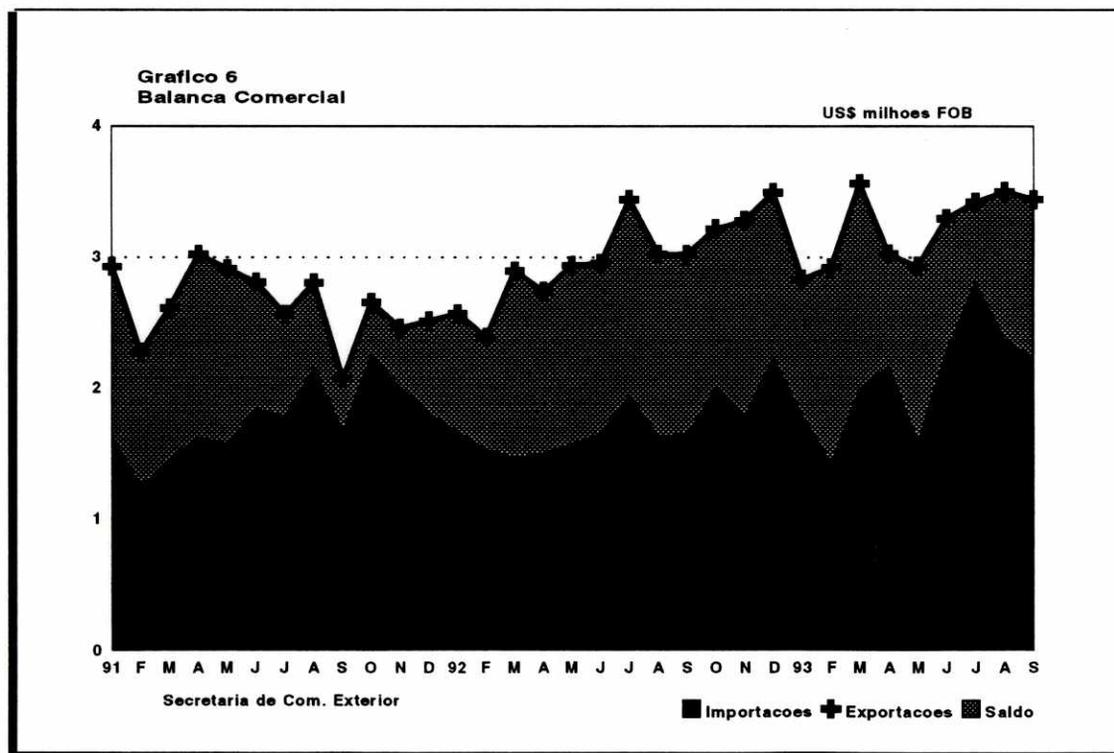
A balança comercial brasileira registrou, em setembro, um saldo de US\$ 1,215 bilhão. Diante desse resultado, o superávit acumulado neste ano é de US\$ 10,277 bilhões, que

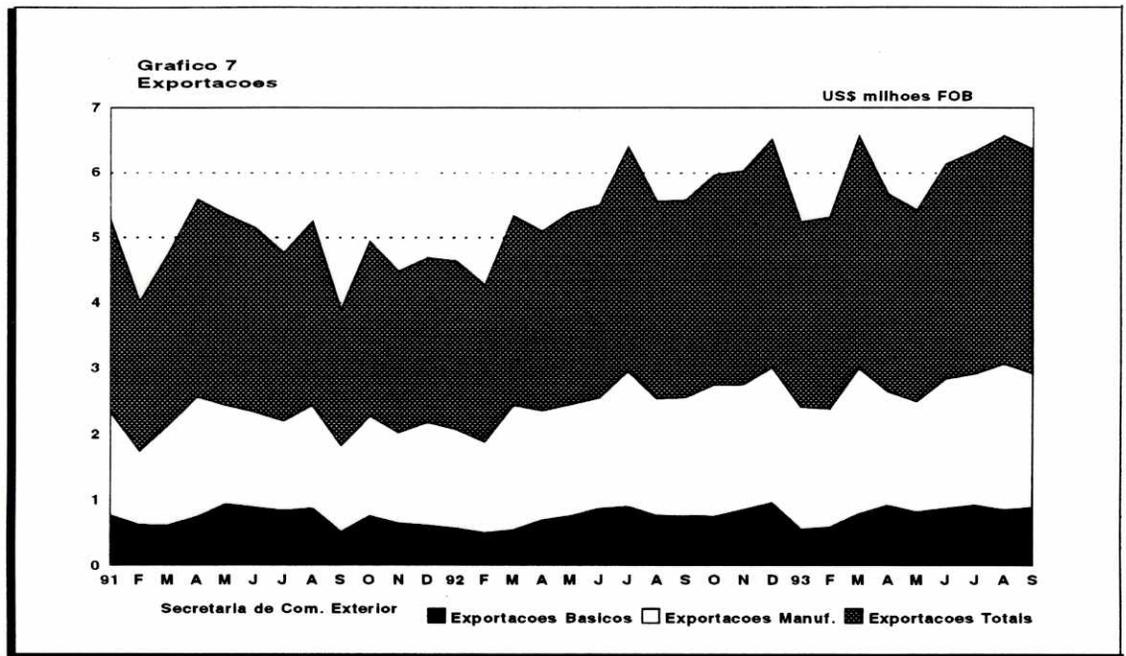
representa uma queda de 9,02% em relação ao mesmo período de 1992. (ver tabela 2 e gráficos 6, 7 e 8)

Tabela 2
Evolução da Balança Comercial — Janeiro a Setembro/1993

Meses	US\$ milhões						Saldo
	Exportação			Importação			
	Manuf.	Outros	Total	Petrol.	Outros	Total	
Setembro	2,032	1,413	3,445	160	2,070	2,230	1,215
Acumulado (Jan/Set 93)	17,521	11,420	28,941	1,675	16,989	18,664	10,277
% Acumulado 93/Acumulado 92	13,49	9,23	11,77	-29,00	38,81	27,85	-9,02

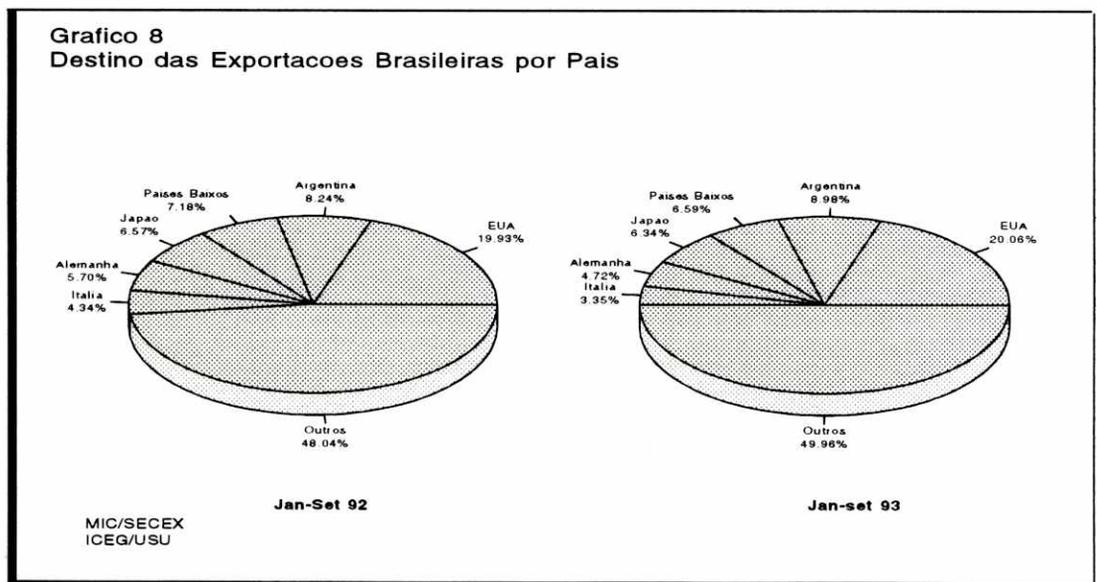
Fonte: SECEX/DTIC.
Elaboração: BNDES/AP/DEPEC





As exportações vêm mantendo um bom desempenho no decorrer desse ano, atingindo em setembro, a cifra de US\$ 3,445 bilhões. Os produtos que mais se destacaram foram farelo de soja, minério de ferro, café em grão, calçados e laminados planos de ferro ou aço não ligados. O setor que apresentou melhor performance foi o de produtos básicos, tendo suas vendas para o exterior aumentado

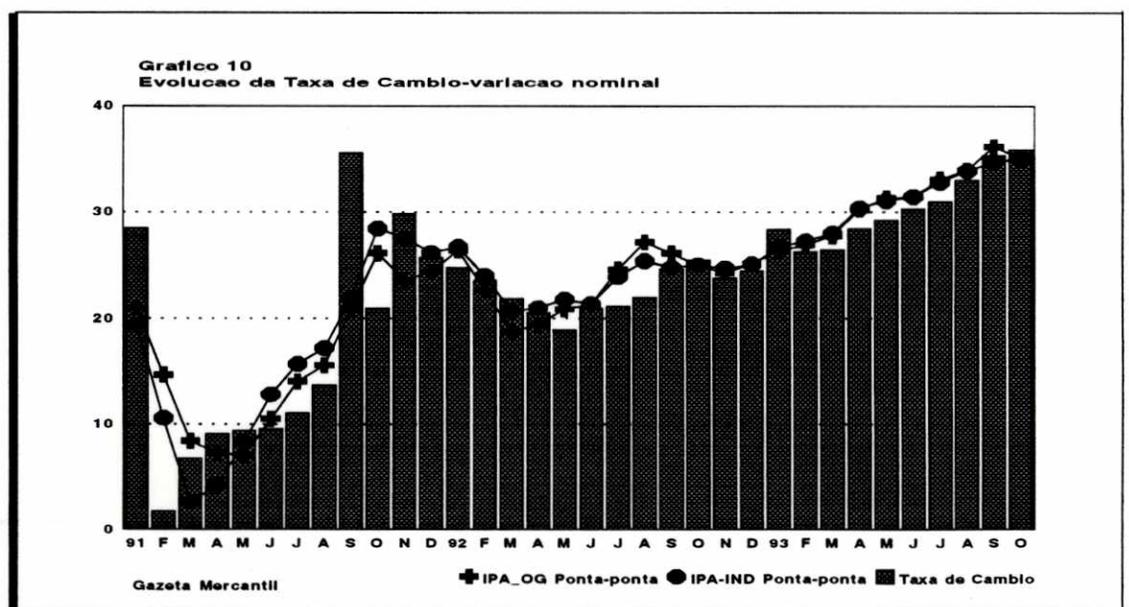
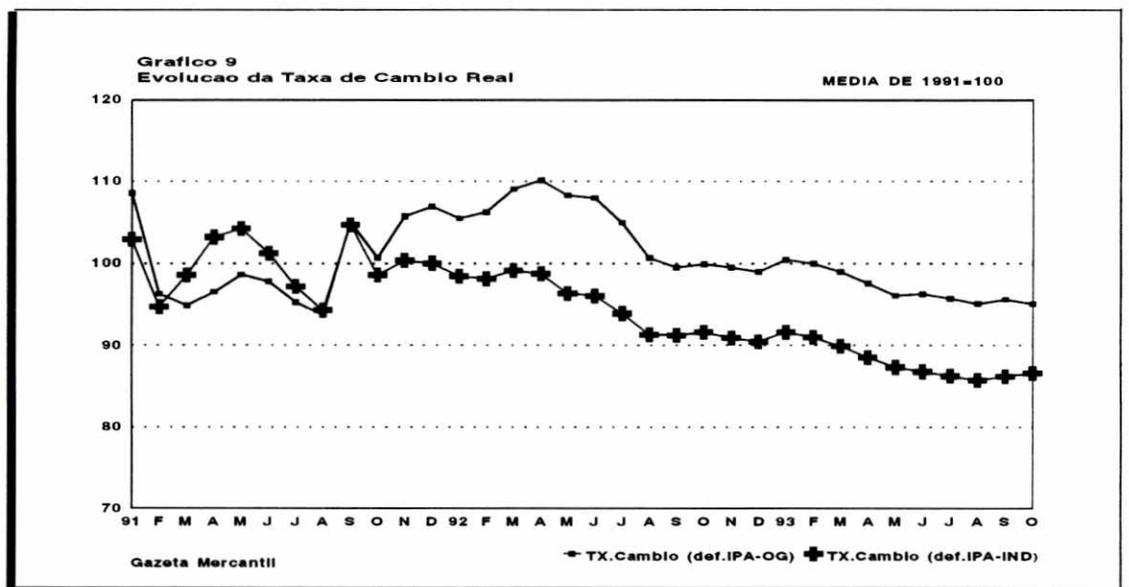
18,8% ante setembro do ano passado. No segmento de produtos industrializados, calçados e suco de laranja aparecem com os melhores resultados quando comparados o período de janeiro a setembro desse ano com o ano anterior (ver gráfico 7). O destino das exportações brasileiras continuam sendo os EUA, Argentina, Países Baixos, Japão, Alemanha, Itália e Reino Unido (ver gráfico 8).



As importações brasileiras voltaram a cair em setembro, situando-se em US\$ 2,230 bilhões, totalizando um acumulado de US\$ 18,664 bilhões no ano. As compras no exterior apresentaram um crescimento relativamente expressivo de 27,85% nos primeiros nove meses deste ano quando comparado ao mesmo período do ano anterior. Segundo o Ministro da Indústria, Comércio e Turismo, José Eduardo Andrade Vieira, a meta a ser perseguida para o comércio exterior será a obtenção de superávits comerciais mensais entre US\$ 500 milhões e US\$ 800 milhões,

pois o país dispõe de uma posição externa bastante confortável, precisando apenas de importar mais para exportar mais.

Como pode ser observado nos gráficos 9 e 10, a defasagem cambial do cruzeiro real frente ao dólar americano não sofreu alterações significativas no mês de outubro. Isto ocorreu porque o Banco Central manteve um acompanhamento bastante rigoroso do mercado de câmbio. Como resultado a valorização da moeda nacional permaneceu estável em aproximadamente 15%, tomando-se como base o ano de 1991 e como deflator o IPA-IND.



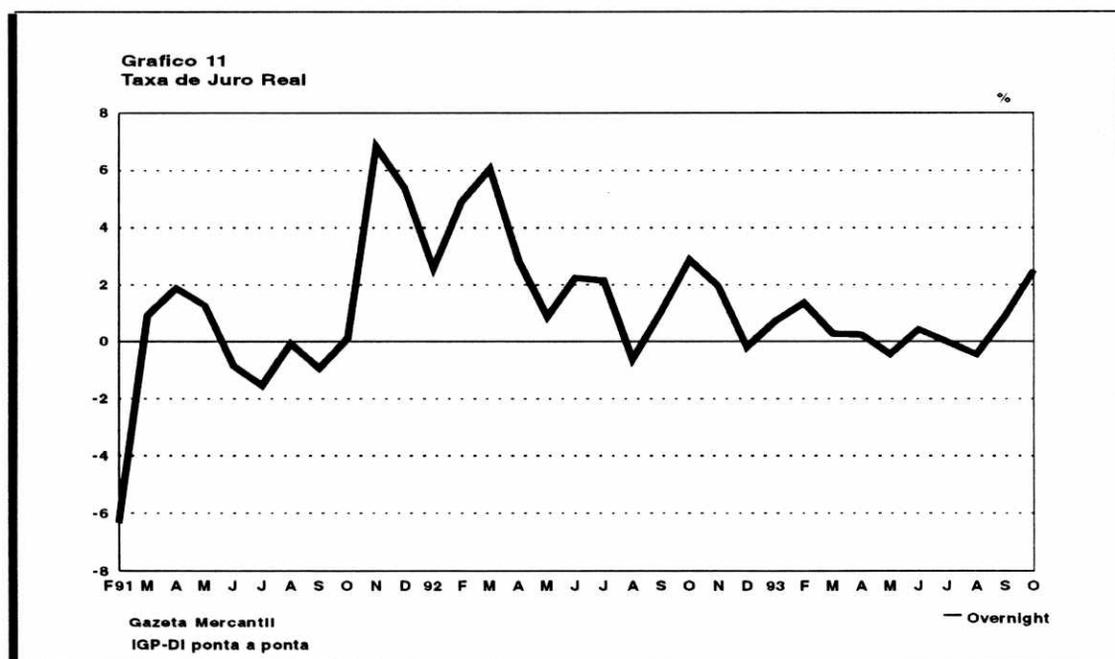
No que se refere à captação de recursos externos de médio e longo prazo, o Banco Central registrou uma elevação de aproximadamente US\$ 1 bilhão em agosto desse ano, frente ao mês anterior. Com isso, o total captado no ano de 1993 chegou a US\$ 17,4 bilhões ante um volume de US\$ 17,8 bilhões que foi contabilizado durante todo o ano passado. As principais contas responsáveis por este crescimento foram as de investimento estrangeiro e de recursos que ingressaram via mercado de capitais. Segundo o Chefe do Departamento Econômico do BACEN, este resultado foi sustentado basicamente pelos sal-

dos positivos da balança comercial e, também, porque os efeitos provocados pela restrição à entrada de capitais externos no fundo de "commodities" e nos títulos de renda fixa, ainda não tinham sido sentidos pelo mercado de câmbio naquele mês. Como consequência, em agosto, as reservas internacionais registradas pelo Banco Central se constituíram num recorde histórico, elevando-se de US\$ 19,6 bilhões em julho, no conceito de caixa para US\$ 20,3 bilhões. Segundo a definição de liquidez internacional as reservas ficaram em US\$ 27,1 bilhão ante a posição de julho, que era de US\$ 25,9 bilhões.

▲ Taxas de Juros e Remuneração de Ativos

O comportamento da taxa de juros real da economia segundo a remuneração auferida pelos títulos públicos via mercado aberto está ilustrado no gráfico 11. Observa-se que nos últimos três meses, a taxa de juros apresentou um crescimento significativo variando de -0,45% para 2,51% em termos reais. Com

isso a taxa acumulada no ano passou de 2,78% em agosto para 6,30% em outubro deste ano. Entretanto, cabe destacar que o dado do último mês é provisório, pois usou-se o Índice Geral de Preços de Mercado para o deflacionamento da taxa de juro.



A tabela 3 e gráfico 12 mostram o comportamento dos principais ativos financeiros no mês de outubro deste ano. Nota-se que o ouro, o over e as aplicações em fundos de renda fixa, de commodities e cadernetas de poupança foram as que apresentaram melhores ren-

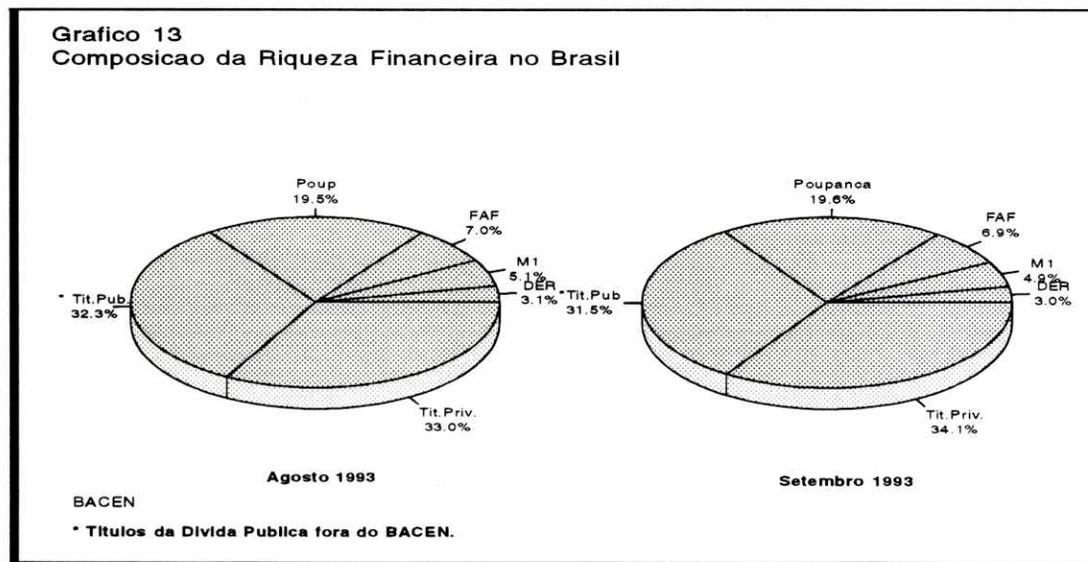
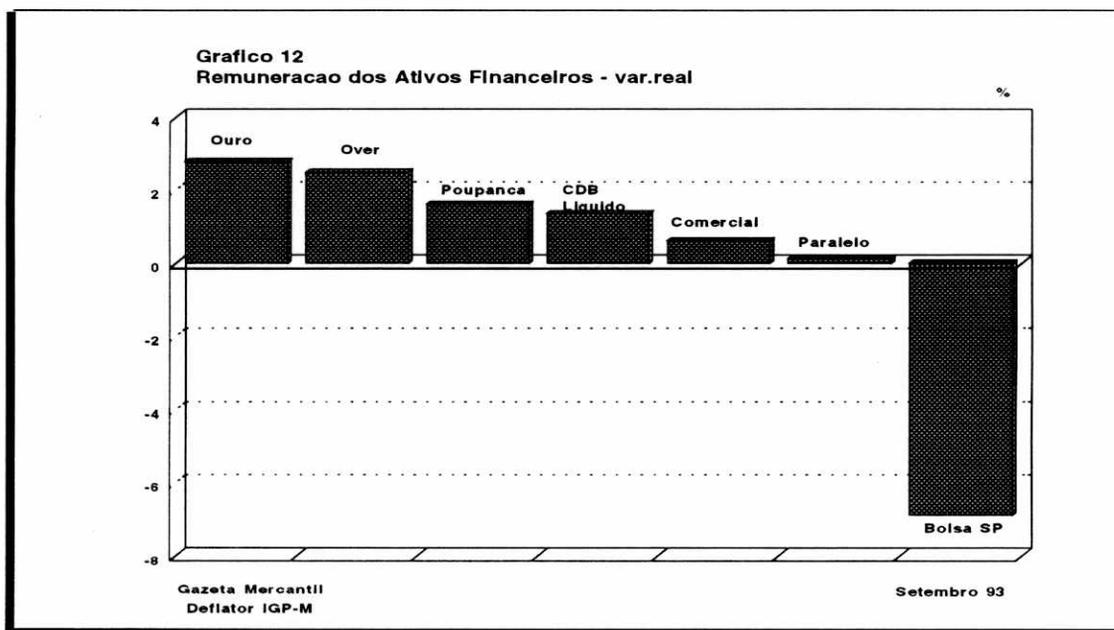
tabilidades no mês. Enquanto que o mercado acionário teve um péssimo desempenho, embora no ano ainda mostre substanciais ganhos em termos reais. Essa queda nas bolsas se deveu basicamente à conturbada situação política que o país está atravessando.

Tabela 3
Taxa de Rendimentos Nominais e Reais dos Ativos Financeiros no Mês de Outubro/1993(%)

Ativo	Bolsa SP	Bolsa RJ	Ouro	Dólar Paral. SP	Dólar Comer. SP	Over	CDB Pré	Poup.	FAF	F. Ações	F.R. Fixa	F. Commod.	TR	UFIR	IGP-M
Nominal	25,75	27,06	38,78	34,88	35,86	38,40	36,88	37,21	34,53	25,87	37,74	37,43	36,53	35,16	35,04
Real*	-6,88*	-5,91	2,77	0,12	0,61	2,49	1,36	1,61	-0,38	-6,79	2,00	1,77	-1,10	-0,09	—

Fonte: Gazeta Mercantil.

* Taxa em IGP-M.



CESTA DE MOEDAS DO BNDES

	IGP-M/FGV			DÓLAR OFICIAL			*UNID. MONET. BNDES			**ENCARGOS COM CESTA DE MOEDA BNDES
	No Mês	No Ano	12 Meses	No Mês	No Ano	12 Meses	No Mês	No Ano	12 Meses	
1992			1174.67			1104.91			1042.48	
JAN-93	25.83	25.83	1198.09	26.90	26.90	1138.58	25.79	25.79	1067.73	7.8194
FEV	28.42	61.59	1203.77	26.32	60.30	1162.77	25.70	58.12	1101.28	
MAR	26.25	104.01	1255.97	26.51	102.80	1213.76	27.95	102.31	1189.02	
ABR	28.83	162.82	1356.48	28.45	160.49	1246.79	28.71	160.40	1281.89	7.7439
MAI	29.70	240.88	1468.59	29.23	236.63	1363.67	33.15	246.72	1443.75	
JUN	31.49	348.23	1568.58	30.30	338.63	1476.43	29.84	350.18	1527.48	
JUL	31.25	488.30	1697.45	30.95	474.39	1592.22	31.00	489.73	1600.02	7.2218
AGO	31.74	675.02	1800.00	33.03	664.11	1744.76	31.81	677.33	1725.20	
SET	35.28	948.45	1951.82	35.31	933.92	1901.24	35.55	953.67	1869.01	
OUT	35.04	1315.83	2085.85	35.86	1304.68	2065.92	37.3	1346.68	2072.66	7.8252

Fonte: FGV, Gazeta Mercantil e BNDES.

*Composição da cesta de moedas BNDES, em média: Dólar americano-46,03%; Iene japonês-26,22%; Marco alemão-14,81% e Outras-12,94%.

**Refere-se ao custo total da cesta, juros+IR onde, primeiro trim. - 16/01 a 15/04; segundo trim. - 16/04 a 15/07; terceiro trim. - 16/07 a 15/10 e quarto trim. - 16/10 a 15/01.

REMUNERAÇÃO DOS ATIVOS FINANCEIROS

Índice Real	Base: Média de 1991=100							
	Mês	Bolsa-SP	Poupança	Over	Ouro-Spot	Paralelo-SP	Comercial	CDB Líquido
Janeiro 1991	58.51	106.97	103.03	109.17	105.29	109.33	96.74	20.57
Fevereiro	78.46	100.89	96.51	97.91	98.01	97.57	94.75	14.02
Março	64.29	101.87	97.40	95.15	96.36	96.49	96.58	7.99
Abril	62.07	103.61	99.24	98.98	99.27	97.79	99.05	7.63
Maio	95.99	104.90	100.50	99.66	98.75	98.89	102.02	8.18
Junho	104.46	103.60	99.63	99.32	96.93	97.31	102.99	11.34
Julho	121.83	100.37	98.09	95.91	95.05	94.67	100.77	14.15
Agosto	121.84	97.49	98.02	89.99	93.87	92.88	99.62	15.84
Setembro	118.16	94.62	97.09	97.45	97.68	104.10	99.14	20.92
Outubro	123.16	90.53	97.20	111.52	115.08	100.09	95.55	25.80
Novembro	100.04	95.81	103.84	105.93	101.25	104.88	104.36	23.94
Dezembro	151.19	99.35	109.43	99.01	102.47	106.00	108.40	24.47
Janeiro 1992	221.60	99.58	112.25	93.99	91.81	105.13	109.65	25.81
Fevereiro	233.59	102.43	117.76	94.24	93.72	105.90	113.70	22.73
Março	236.47	106.95	124.89	93.70	97.09	107.93	122.94	19.62
Abril	252.41	108.02	128.46	98.87	103.41	107.97	124.93	20.48
Maio	237.60	106.67	129.57	93.16	99.38	105.30	127.39	21.93
Junho	151.39	106.77	132.48	96.37	101.65	104.79	129.07	21.55
Julho	163.56	107.38	135.33	101.47	102.52	102.75	129.80	23.60
Agosto	157.69	105.16	134.48	94.21	99.39	99.15	129.59	26.45
Setembro	170.24	105.05	135.89	97.04	100.90	98.04	130.72	26.15
Outubro	141.80	105.99	139.80	89.05	93.75	98.79	131.94	24.58
Novembro	113.33	105.95	142.56	91.44	98.45	98.69	134.72	23.96
Dezembro	133.13	104.59	142.27	92.71	103.55	97.37	130.59	26.19
Janeiro 1993	142.85	104.40	143.32	87.66	93.93	96.82	132.40	27.62
Fevereiro	169.92	104.30	145.27	86.84	94.63	96.18	135.04	27.16
Março	181.24	103.02	145.65	90.81	96.29	95.08	132.90	28.01
Abril	174.79	100.64	146.00	96.03	95.44	93.78	131.71	30.22
Maio	195.42	98.98	145.34	97.20	91.92	92.17	130.56	31.49
Junho	225.86	98.52	145.97	95.51	89.41	91.44	130.94	31.34
Julho	207.60	97.24	145.96	102.10	88.97	90.21	129.98	32.74
Agosto	225.72	96.35	145.30	91.76	87.51	88.73	129.24	35.25
Setembro	252.32	95.84	146.60	86.59	80.20	88.27	128.92	36.01
Outubro	235.01	97.40	150.28	89.01	80.12	88.82	130.70	35.04

Fonte: GM, FGV

(*) Média geométrica entre IGP-DI(t) e IGP-DI(t+1).

Exceto valor dos dois últimos meses (estimado).

ÍNDICES ECONÔMICOS

Mês	Taxa de Variação dos Preços (%)				UFIR	Taxa Referencial de Juros (%)	Tx. Câmbio Oficial (*) (%)	Taxa de Câmbio Cr\$/US\$			
	INPC IBGE	IPC FIPE	IGP-M FGV	IGP-DI FGV				Oficial Média	Oficial (*)	Black (*)	Ágio (%)
1991											
MAI	6.68	5.76	7.48	6.53		8.99		273.52	285.45	318.00	11.40
JUN	10.83	9.78	8.48	9.86		9.40	9.56	298.29	312.75	347.50	11.11
JUL	12.14	11.30	13.22	12.83		10.05	11.05	329.45	347.30	389.00	12.01
AGO	15.62	14.42	15.25	15.49		11.95	13.66	371.90	394.75	445.00	12.73
SET	15.62	16.21	14.93	16.19		16.78	35.53	433.47	535.00	560.00	4.67
OUT	21.08	25.17	22.63	25.85		19.77	20.95	585.76	647.10	830.00	28.26
NOV	26.48	25.39	25.62	25.76		30.52	29.87	743.85	840.40	905.00	7.69
DEZ	24.15	23.25	23.63	22.14		28.42	25.80	952.26	1057.20	1140.00	7.83
1992											
JAN	25.92	25.89	23.56	26.84	597.06	25.48	24.78	1197.29	1319.20	1285.00	-2.59
FEV	24.48	21.57	27.86	24.79	749.91	25.61	23.63	1478.14	1630.90	1610.00	-1.28
MAR	21.62	21.74	21.39	20.70	945.64	24.27	21.90	1814.54	1988.00	1995.00	0.35
ABR	20.84	22.73	19.94	18.54	1153.96	21.08	20.53	2197.83	2396.10	2560.00	6.84
MAI	24.50	22.53	20.43	22.45	1382.79	19.81	18.91	2628.66	2849.20	3000.00	5.29
JUN	20.85	22.45	23.61	21.42	1707.05	21.05	20.97	3145.59	3446.80	3730.00	8.22
JUL	22.08	21.10	21.84	21.69	2104.28	23.69	21.99	3829.21	4204.60	4650.00	10.59
AGO	22.38	23.16	24.63	25.54	2546.39	23.22	22.03	4672.18	5131.00	5700.00	11.09
SET	23.98	24.41	25.27	27.37	3135.62	25.38	24.73	5771.57	6400.00	7300.00	14.06
OUT	26.07	26.46	26.76	24.94	3867.16	25.07	25.53	7214.90	8034.10	8450.00	5.18
NOV	22.89	21.89	23.43	24.22	4852.51	23.29	23.84	9046.84	9949.90	11000.00	10.55
DEZ	25.58	25.29	25.08	23.70	6002.56	23.95	23.05	11053.84	12243.00	14600.00	19.25
1993											
JAN	28.77	27.42	25.83	28.73	7412.55	26.76	28.40	14067.00	15717.50	16850.00	7.21
FEV	24.20	25.10	28.42	26.51	9597.03	27.03	26.34	17868.40	19858.00	21450.00	8.02
MAR	28.52	25.41	26.25	27.81	12161.36	25.81	26.51	22593.20	25444.50	28650.00	12.60
ABR	27.75	28.74	28.83	28.21	15318.45	28.22	28.45	28728.80	32268.00	36400.00	12.81
MAI	26.78	29.14	29.70	32.27	19506.52	28.68	29.23	31040.30	41700.00	45400.00	8.87
JUN	30.37	30.53	31.49	30.72	25126.35	30.08	30.30	48106.00	54336.00	58900.00	8.40
JUL	31.01	30.89	31.25	31.96	32749.68	30.37	30.95	65666.08	71153.00	77500.00	8.92
AGO	33.34	33.97	31.79	33.53	42.79	33.34	33.03	82.24	94.65	103.50	9.35
SET	35.63	34.12	35.28	36.99	56.48	34.62	35.31	111.19	128.07	129.00	0.73
OUT		35.23	35.04		75.90	36.53	35.86	148.72	174.00	173.00	-0.57
NOV					102.59						

Fonte: FGV, IBGE, GM

(*) Valor de venda em SP, variação final de período.

▲ Ponto de Vista

O Papel das Regras Cambiais em Programas de Estabilização.

*Francisco Eduardo Pires de Souza**
*Caio Cezar Lock Prates da Silveira**

Após as diversas tentativas frustradas de estabilização, tornou-se freqüente argumentar que sem reformas estruturais prévias que produzam um equilíbrio fiscal permanente, nenhuma política antiinflacionária poderá ter êxito. E para muitos, o programa de estabilização quase se confunde com este processo de construção dos fundamentos da estabilidade, sendo instrumentos como âncora cambial ou política de rendas desqualificados como "mágicas", ou no máximo tidos como apêndices a serem utilizados após os fundamentos estarem construídos. Ocorre que reformas estruturais não constituem um instrumento para derrubar a inflação, mas sim para dar consistência à estabilidade de preços. E tampouco a experiência internacional confirma a tese de que estas reformas devam necessariamente preceder a estabilização.

Na verdade, não há como estabilizar economias submetidas a processos inflacionários crônicos ou hiperinflações sem enfrentar a ampla indexação e a passividade monetária inerentes a essas. E estes problemas não se resolvem "espontaneamente" a partir de avanços nas reformas estruturais, exigindo instrumentos específicos para o seu equacionamento. Um instrumento recorrentemente utilizado para por fim às hiperinflações tem sido a âncora cambial. E é bem provável que, no caso da economia brasileira, o próximo programa de estabilização também recorra a este tipo de âncora. Assim, vale a pena examinar que papel a moeda estrangeira poderia desempenhar na estabilização e quais as principais variantes e dificuldades de programas desse tipo.

O recurso à moeda estrangeira como um apoio para estabilizar o valor da moeda doméstica pode-se dar com duas finalidades básicas, a saber: a) criar uma referência estável para os preços, de forma a coordenar sua "aterrissagem"; b) impor mudanças no

regime monetário (e fiscal) que dêem credibilidade à moeda e sustentação macroeconômica à estabilidade.

Em princípio há um amplo leque de possibilidades de uso do câmbio para a estabilização, contemplando desde as alternativas mais radicais que adotam uma réplica do padrão-ouro (com o dólar no papel de lastro) até a simples fixação da taxa de câmbio como coadjuvante de uma política de rendas.

Com o intuito de organizar o quadro de possibilidades, podemos classificar as diferentes alternativas de ancoragem cambial de acordo com as opções feitas em relação a quatro definições básicas. Primeiramente, o formulador da política econômica defronta-se com a escolha entre: congelamento da taxa de câmbio versus prefixação de metas declinantes para a desvalorização cambial (gradualismo), e plena conversibilidade da moeda versus manutenção de restrições de acesso ao mercado de câmbio. Em seguida, tendo sido escolhida a alternativa de congelamento cambial, caberia ainda optar entre: lastro de 100% em reservas para a criação de moeda (regime monetário do tipo padrão-ouro) x regras monetárias mais flexíveis, e moeda única x sistema bimonetário.

As alternativas polares acima alinhadas permitiriam desenhar um grande número de planos diferentes. A partir dos experimentos de estabilização, em diferentes países, nos últimos anos, e tendo em conta o recente debate econômico no Brasil, podemos identificar algumas opções que desfrutem de maior viabilidade. Elas podem ser agregadas em 6 propostas básicas, a saber: "Plano Cavallo", Conselho da Moeda, "Plano Cavallo" flexibilizado (com câmbio fixo ajustável), prefixação cambial, estabilização cambial por métodos indiretos, e múltiplas âncoras.

As duas primeiras alternativas constituem planos radicais, que criam um regime monetário e cambial rígido, à semelhança do padrão-ouro, apoiado em três regras básicas: a fixação da taxa de câmbio em caráter per-

* Professor do IEI/UFRJ e Consultor do Convênio PNUD-BNDES.

manente, a garantia de livre acesso ao mercado de câmbio, e portanto de conversibilidade da moeda nacional à taxa de câmbio fixada, e vinculação estreita da emissão monetária à aquisição, pelo órgão emissor, de reservas na moeda-lastro. A Argentina constitui, obviamente, um modelo para o estudo deste caso.

A rigidez é, ao mesmo tempo, a maior virtude e a maior fonte de problemas desse modelo. Vejamos brevemente porque.

A fixação por lei da paridade da moeda contribui para transmitir ao mercado a noção de que os demais preços devem se ajustar a esse parâmetro (ao contrário da situação atual, em que os preços variam e a taxa de câmbio se ajusta à inflação). O compromisso da conversibilidade ampla teria o papel de sugerir uma garantia de que a moeda doméstica seria de fato equivalente à moeda estrangeira, sendo indiferente reter um ou outro ativo. E a obrigação de lastro em moeda estrangeira para a emissão monetária seria a regra destinada a impedir o financiamento inflacionário do governo, obrigando-o a limitar seus gastos à arrecadação, acrescida do financiamento junto ao público (ou ao exterior). O lastro tem ainda a função óbvia de indicar a existência de meios para garantir a conversibilidade, infundindo assim maior confiança na moeda nacional.

Os críticos desse tipo de proposta demonstram ceticismo em relação à disposição do governo em vestir a “camisa-de-força” do padrão-dólar rígido. Não havendo vontade e viabilidade política, o plano sucumbiria, vítima do descrédito, e da flexibilização dos parâmetros, via abertura de exceções, violação das regras, e no limite através da própria revisão da lei monetária e cambial. É preciso reconhecer, entretanto, que a determinação política é um requisito para o sucesso de qualquer tipo de estabilização.

O maior problema de um plano do tipo argentino consiste, todavia, no risco da ocorrência de uma inflação residual importante após a fixação da taxa de câmbio. Este problema pode ocorrer mesmo que os fundamentos fiscais requeridos para dar sustentação ao programa sejam preenchidos, e tende a se manifestar com maior intensidade em economias com baixo grau de dolarização. A proposta do Conselho da Moeda teria como um de seus objetivos minimizar o risco da inflação residual e da conseqüente apreciação real excessiva da moeda doméstica. Ao estabelecer uma fase de transição, ao longo

da qual haveria uma “dolarização” na moeda criada pelo Conselho, estariam sendo criadas as condições para ampliar o poder de coordenação da âncora cambial.

As demais opções implicam diferentes graus de flexibilização e hibridismo. A primeira delas consistiria na criação de uma regra de paridade ajustável, à semelhança do sistema adotado pela maior parte dos países-membros do FMI na era Bretton Woods (1946-71), porém reforçada pela proibição do financiamento monetário do Banco Central do governo. A taxa de câmbio seria então mantida fixa por períodos indeterminados, podendo entretanto ser ajustada diante da evidência de um desequilíbrio profundo — e de caráter permanente — do balanço de pagamentos. Seria um programa semelhante ao adotado pelo México em fins de 1987. Por razões óbvias, seria um programa dotado de uma âncora coordenadora de preços bem mais débil do que nos dois casos anteriores (Plano Cavallo e Conselho da Moeda). Seria, portanto, uma alternativa mais intensiva em políticas de rendas (para reforçar a âncora cambial).

Uma alternativa de uso do câmbio como âncora, porém sem compromisso do governo com uma paridade fixa, consistiria na combinação de um regime de taxas de câmbio determinadas pelo mercado (taxas flutuantes) com políticas governamentais que garantissem uma razoável estabilidade do valor externo da moeda nacional (intervenções no mercado de câmbio lado a lado a políticas monetárias restritivas). Isto num contexto de livre acesso ao mercado de câmbio e razoável difusão do dólar como referência para preços. Tanto o (bem sucedido) plano boliviano de 1985 como o (mal sucedido) Plano Erman III (implementado na Argentina em março de 1990) tiveram estas características.

A vulnerabilidade maior deste caminho ficou evidenciada pelo desenrolar do Plano Erman, da Argentina. Na hipótese da inflação continuar evoluindo acima da desvalorização cambial, a cotação da moeda estrangeira passa a ser vista como um preço que está se atrasando em relação aos demais. Como os outros indexadores não foram “aposentados” em benefício da taxa de câmbio (isto seria particularmente importante no caso brasileiro), os agentes econômicos restaurarão o seu uso, e a inflação em dólar prosseguirá até o ponto em que uma súbita fuga de capitais deixe o governo sem condições de evitar uma grande desvalorização cambial, acompanhada de uma explosão dos preços.

A idéia de produzir uma redução gradual da inflação através de uma prefixação das taxas de variação cambial, em ritmo decrescente no tempo, reforçada por uma política semelhante para as tarifas públicas, correria o risco de fracassar de uma maneira muito parecida à descrita no caso acima. E mais, com o agravante de que o compromisso do governo em defender determinados níveis (prefixados) para o valor da moeda estrangeira debilita sua capacidade de administrar a política monetária.

Adotar múltiplas âncoras parece à primeira vista um procedimento seguro. No entanto, a idéia de lançar mão de todos os métodos peca por desprezar o problema da *interação* entre os mesmos, que faz da abordagem das múltiplas âncoras uma proposta, em princípio, inconsistente. Tomemos o caso da moeda e do câmbio. A fixação de metas rígidas para a evolução dos agregados monetários (âncora monetária) pressupõe que o governo esteja disposto a abrir mão de dois outros objetivos: a fixação da taxa de juros e da taxa de câmbio. Se, ao contrário, o Banco Central se dispõe a intervir no mercado de câmbio permanentemente (comprando ou vendendo moeda estrangeira contra a injeção

e retirada de moeda nacional do mercado), ele não pode ao mesmo tempo submeter a introdução de moeda no mercado a um outro objetivo que é a meta monetária.

Portanto, a não ser que apenas uma das âncoras seja definida rigidamente (e as outras entendidas de maneira flexível), o ecletismo deste tipo de proposta carece de consistência.

Em suma, ao longo do espectro de opções, quanto mais radical e rígida a proposta de atrelamento da moeda nacional ao dólar, menor o poder discricionário das autoridades econômicas, e portanto maior a incapacidade para enfrentar o risco da valorização real do câmbio e de uma eventual crise de produção e desemprego nos setores ligados ao comércio exterior. Por outro lado, quanto mais flexíveis e brandas as alternativas, menor seu poder de afetar expectativas e comportamentos, dado que, no limite, a âncora cambial sem mudança do regime monetário e fiscal nada mais seria que uma nova roupagem para os planos baseados na desgastada combinação de ingredientes heterodoxos (agora a fixação da taxa de câmbio) para desindexar a economia, como promessa de austeridade fiscal e monetária.