

Panorama Geral

O plano do Governo anunciado no final de abril enfatizou a necessidade da implementação de medidas que contribuam para promoção do crescimento econômico. Os pontos do projeto que apontam nesta direção dizem respeito ao aumento do nível de emprego, através de investimentos em rodovias, conclusão de usinas hidrelétricas, subsídios para agricultura, linha de crédito para micro e pequenas empresas, financiamento à casa própria, entre outros. A divulgação do plano econômico trouxe alívio nas expectativas dos agentes econômicos que aguardavam a possibilidade de serem adotadas medidas mais duras.

O nível de atividade da indústria permanece em sua trajetória de ascensão. O aumento das vendas reais na indústria no Estado de São Paulo no mês de março foi de aproximadamente 32% em relação ao mesmo mês do ano anterior. Até o momento, as taxas de crescimento do nível de atividade foram atribuídas a fatores que não caracterizam um processo sustentado: inicialmente, a recomposição de estoques e, no mês de abril, ao aumento de consumo face à saída de recursos do FAF e Caderneta de Poupança. Contudo, alguns analistas começam a admitir a possibilidade de que tenha se iniciado um movimento de recuperação econômica, onde as motivações para o crescimento do nível de atividade possam se tornar mais estruturais.

A inflação permanece estabilizada, embora em patamar elevado. A perspectiva apontada pela maioria dos especialistas em macroeconomia é de uma elevação lenta na taxa de variação dos preços sem a ocorrência de um processo explosivo. Embora não se vislumbre a adoção de medidas de choque, tem-se discutido a respeito das possíveis alternativas a serem adotadas pelo governo. Com intuito de contribuir para o entendimento das propostas existentes na seção "Ponto de Vista", é publicado o artigo "Âncoras Nominais e Estabilização Econômica" que aborda dois caminhos para se alcançar a estabilidade: as âncoras cambial e monetária.

▲ Nível de Atividade

Segundo previsão do IPEA, o país deverá crescer entre 1,7% e 2% em 1993. Os novos números resultam da recuperação do nível de atividade da

economia no primeiro trimestre, que apresentou uma expansão de 1,9% no seu PIB ante o último trimestre de 1992.

Tabela 1
Evolução do PIB (*)

Itens	1992		1993			
	3º trim	4º trim	1º trim	2º trim	3º trim	4º trim
PIB total	-0,5	-0,9	-1,6	-0,7	1,5	1,7
Agropecuária	5,6	8,0	4,8	3,2	3,3	3,5
Indústria	-3,4	-4,1	-4,7	-2,7	1,3	1,7
Serviços	0,4	-0,1	-0,5	-0,1	1,1	1,3

Fonte: IBGE e IPEA.

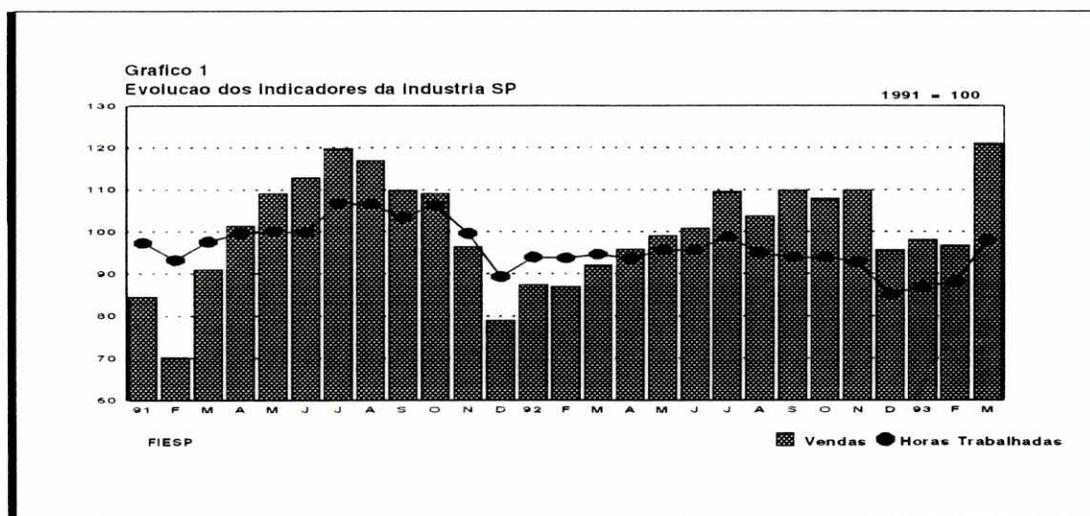
(*) Taxa de variação acumulada em 4 trimestres (%).

ÍNDICE	
Panorama Geral	1
Nível de Atividade	1
Emprego e Salário	3
Inflação e Tarifas Públicas	4
Setor Público	6
Setor Externo	7
Taxa de Juros e	
Remuneração dos Ativos	9
Ponto de Vista	14

Em relação à produção física industrial (índice de quantidade), o IBGE divulgou os resultados de fevereiro de 1993. Houve, novamente, crescimento, que foi de 0,4% ante janeiro. No primeiro bimestre este indicador acumula expansão de 4,3%. Em relação à fevereiro de 1992, a indústria cresceu 1,7% e no acumulado dos doze meses manteve queda de 4,7%. Segundo os especialistas da instituição, os dados de março devem ser mais favoráveis, pois naquele mês as vendas do comércio se mostraram melhores que em fevereiro. Há expectativa de um bom desempenho no primeiro trimestre, principalmente, da indústria automobilística. Este segmento se caracteriza por forte encadeamento com vários outros segmentos puxando o nível de atividade de outras áreas industriais. No comparativo com janeiro, a manufatura em fevereiro registrou aumento de produção em dez dos dezesseis gêneros apurados pelo IBGE. Os resultados mais expressivos ficaram com a indústria farmacêutica e de bebidas.

No que se refere ao desempenho da

indústria no mês de março, os dados da FIESP referentes a São Paulo, apontam para um crescimento de 25,0% das vendas reais ante o mês de fevereiro. Comparado a março de 92, o crescimento é ainda maior, atingindo 31,3%. Este desempenho favorável confirma o movimento de retomada da atividade industrial. O indicador de horas trabalhadas na produção registrou crescimento de 11,2% e o nível de utilização da capacidade atingiu 76,5% ante os 71% de fevereiro (ver gráfico 1). No acumulado no ano, os setores com melhores desempenhos foram os de material de transporte, têxtil e eletroeletrônico. Já as indústrias mecânica e de mobiliário figuram entre os piores resultados. Apesar do crescimento do nível de atividades e das vendas industriais, houve queda do pessoal empregado de 5,7% em relação à março de 1992. Ou seja, o aumento da produção vem se dando via aumento das horas trabalhadas na produção. Em abril, o nível de atividade deve continuar crescendo, entretanto, num percentual menor do registrado em março.



No varejo, o faturamento real do comércio na região metropolitana de São Paulo, cresceu 15,23% (taxa de variação dessazonalizada) em março ante fevereiro. Este resultado deveu-se ao desempenho favorável das concessionárias de veículos que obtiveram crescimento dessazonalizado de 57,76% em março. Segundo o levantamento feito pela Federação do Comércio do Estado de São Paulo (FCESP), março foi o segundo mês consecutivo de boas vendas do varejo, contrariando uma tendência histórica. Entretanto, comparado com o mesmo período do ano passado, de janeiro a março de 1993, as

vendas caíram 1,69%. Além dos veículos novos, os bens duráveis tiveram bom desempenho com aumento de 5,93% nas vendas de março. Para os técnicos da FCESP, o resultado favorável das vendas em março foi impulsionado pelas compras de material escolar, política salarial e a redução da taxa de juro com conseqüente transferência de recursos das aplicações financeiras para bens reais. Em abril, espera-se novamente um desempenho positivo do comércio varejista, entretanto deve haver uma estabilidade do crescimento das vendas devido à aceleração dos preços no varejo.

▲ Emprego e Salário

O nível de emprego da indústria paulista continua na trajetória iniciada em janeiro. Os dados da Federação da Indústria do Estado de São Paulo — FIESP, indicam que ocorreu um acréscimo de emprego de 0,21% na primeira quinzena de abril. Isto representa a criação de 3.249 novos postos de trabalho. Neste ano, a taxa acumulada de geração de novos empregos chega a 0,85%, entretanto, nos últimos doze meses o nível de desemprego permanece negativo em 4,36%. Para chegar a esse resultado a FIESP pesquisa 46 sindicatos patronais, os quais apontaram que os setores de perfumaria, artigos de toucador, material plástico, artefatos de ferro, metais e ferramentas gerais, foram os que mais demitiram.

A taxa de desemprego aberto calculada pelo IBGE para o conjunto das 6 regiões

metropolitanas do país foi de 5,88% em março, ligeiramente maior que fevereiro e inferior ao percentual de 6,21% verificado no mesmo mês do ano passado.

Em março, das seis regiões metropolitanas — São Paulo, Rio de Janeiro, Belo Horizonte, Porto Alegre, Salvador e Recife — a maior taxa de desemprego (9,85%) ficou com Recife. O Rio de Janeiro, por sua vez, registrou a menor taxa, com 4,47%. Segundo, ainda, a pesquisa do IBGE, o índice de desemprego nas seis regiões cresceu mais entre os homens do que entre as mulheres.

Por setor de atividade, a indústria de construção civil registrou a maior taxa de desemprego com 7,46% em março. Esse mesmo fato ocorreu no mês anterior conforme pode ser visualizado na Tabela 2, a seguir:

Tabela 2
Taxa de Desemprego Aberto (*)

Mês/Ano	Geral	Ind. Transf.	Constr. Civil	Comércio	Serv.	Outras Atividades
Fev/92	6,36	8,25	6,91	6,74	4,43	2,57
Nov/92	5,82	7,18	8,16	6,03	4,47	-
Dez/92	4,60	6,06	5,70	4,34	3,31	-
Jan/93	5,99	7,44	6,57	6,01	4,54	2,70
Fev/93	5,77	6,67	7,35	6,27	4,30	2,16
Mar/93	5,88	6,79	7,46	6,01	4,54	-

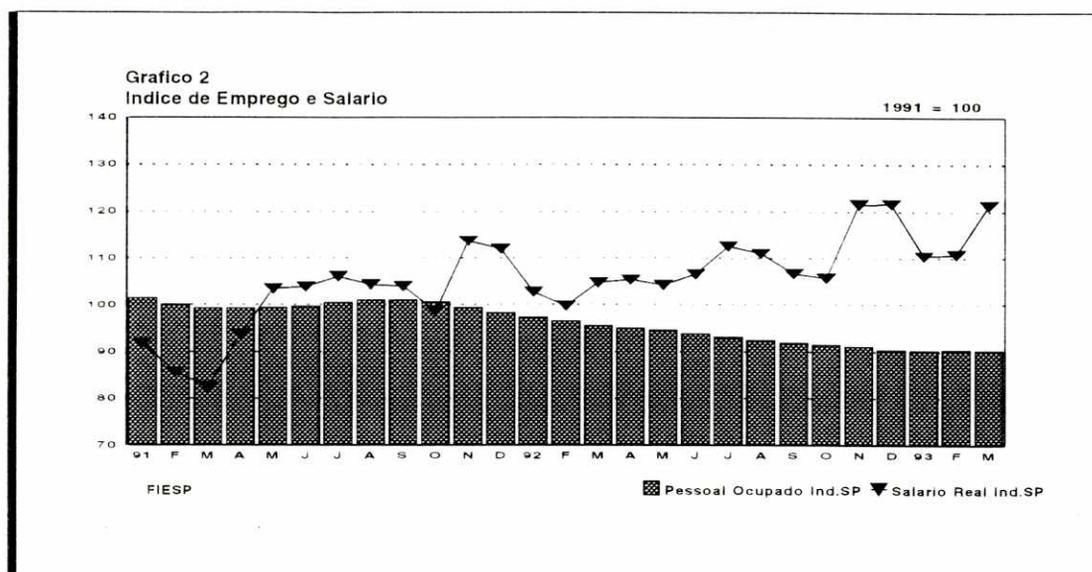
Fonte: IBGE.

(*) % da PEA sem emprego formal ou informal.

Finalmente, o setor comércio foi o único que apresentou queda na taxa de desemprego: 6,01% em março ante 6,27% de fevereiro de 1993.

Os dados divulgados pela Federação do Comércio do Estado de São Paulo (FCESP) indicam que, no mês de março, houve um acréscimo de 0,87% no nível de emprego do

comércio varejista da região metropolitana paulista. Com este resultado a taxa de emprego acumulada nos últimos 12 meses foi de 3,32 pontos percentuais negativos. Os setores de supermercado, bens de consumo não-duráveis, utilidade doméstica e lojas de departamento foram os que mais empregaram.



▲ Inflação e Tarifas Públicas

Os últimos índices disponíveis confirmam o progressivo, ainda que não explosivo, avanço da inflação que deve ficar, aproximadamente, entre 28 e 29% em abril.

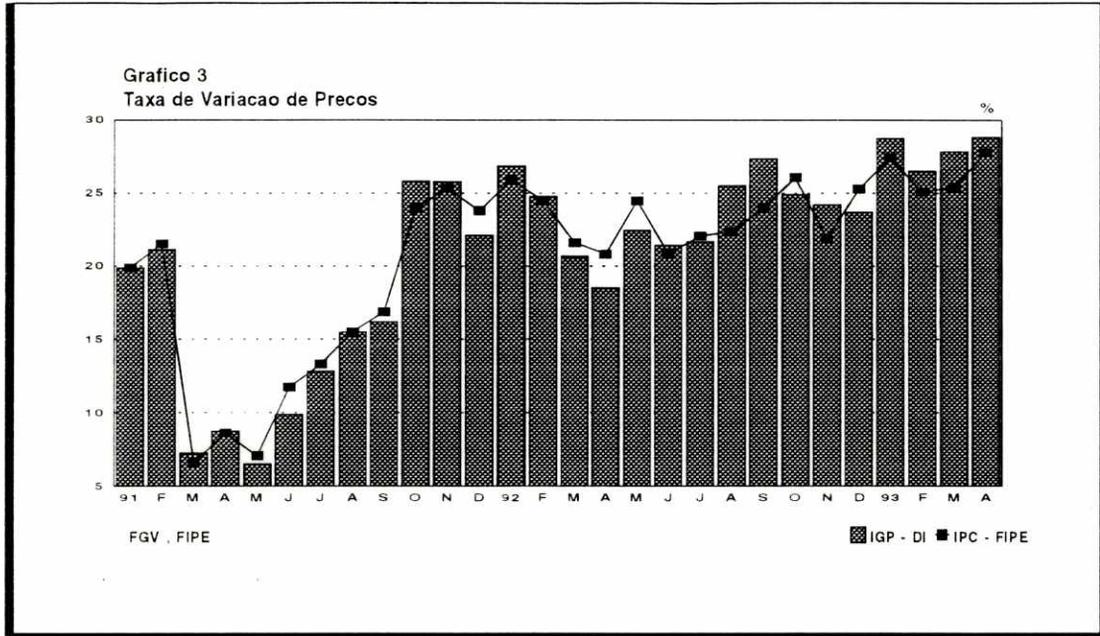
O INPC do IBGE (calculado entre famílias com rendimento de um a oito salários mínimos) registrou, na terceira quadrissemana de abril, um aumento de 28,13% (média das regiões metropolitanas do Rio de Janeiro e São Paulo). As maiores pressões ficaram com os itens saúde e cuidados pessoais, habitação, e alimentos.

No que diz respeito ao índice de preços ao consumidor da FIPE/USP, a inflação em São Paulo, na terceira quadrissemana, foi de 27,78%, o que significou uma alta de 0,85 ponto percentual em relação à segunda quadrissemana. Os itens que mais pressionaram o índice foram os alimentos semi-elaborados e os "in natura", além do aluguel e do vestuário. Segundo Juarez Rizzieri, coordenador responsável pelo índice, em maio, os itens que deverão influenciar mais sensivelmente o IPC são as tarifas de energia elétrica e o vestuário. Entretanto, não estão previstas mudanças substanciais no ritmo de aumentos, o que deve significar uma variação de cerca de 0,5 ponto percentual para o mês de maio. A queda da inflação, apesar do plano anunciado pelo governo ainda é uma hipótese remota, em razão da inércia inflacionária.

O IGP-M, por sua vez, registrou no mês de abril uma variação de 28,83%, 2,58 pontos percentuais acima do resultado no mês anterior e a mais alta desde a posse do presidente Fernando Collor, em março de 1990. O índice é composto pelo IPA, INCC e IPC, com preços coletados entre famílias das cidades de São Paulo e Rio com renda de 1 a 33 salários mínimos. A maior variação foi no Índice Nacional da Construção Civil, que registrou uma alta de 32,46%, refletindo o aumento de 36% do custo da mão-de-obra no setor. O Índice de Preços no Atacado, que tem 60% de peso no cálculo do IGP-M, variou 27,88%. O Índice de Preços ao Consumidor cresceu 29,53% em abril, pressionado pelos itens transportes, saúde, cuidados pessoais e vestuário.

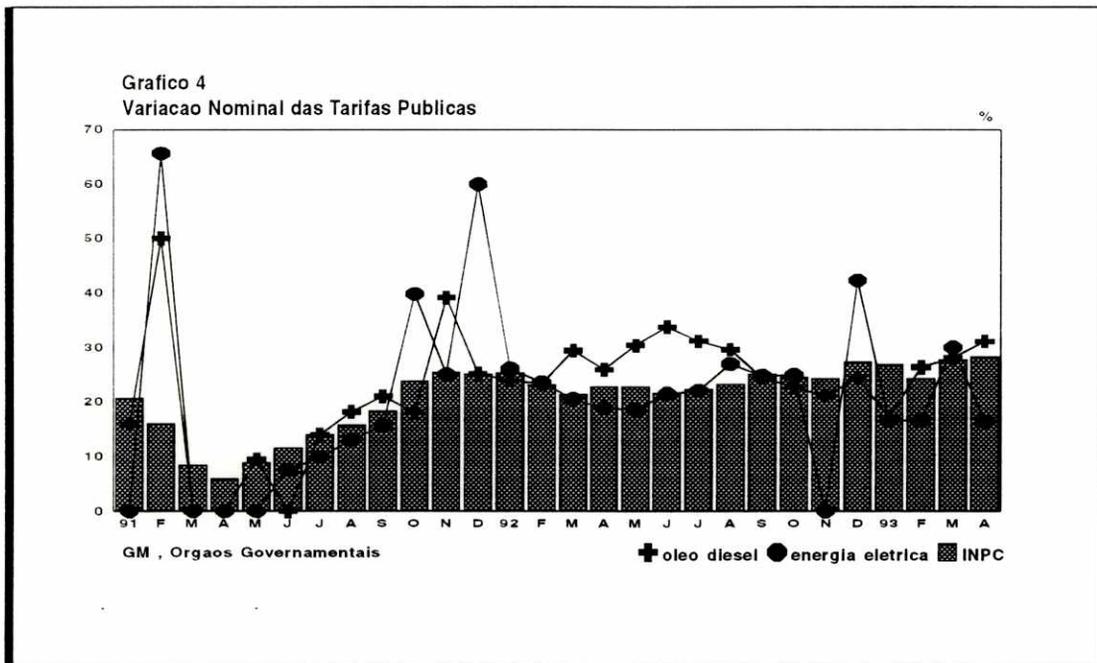
É consenso entre os especialistas que a inflação continue se elevando em maio como resultado do maior consumo (puxado pela baixa dos juros); da moda outono-inverno e do reajuste do salário mínimo.

Em relação às tarifas públicas, prossegue em abril a defasagem real no preço da energia elétrica (ver gráfico 4). Cabe ressaltar que a partir deste mês os reajustes foram diferenciados entre as empresas estaduais de energia elétrica, segundo acordo fechado com o governo federal, que continua responsável pela fixação do teto máximo de reajuste. Na ausência de um dado oficial que registre



a alteração no preço da tarifa de energia correspondente ao mês de abril, o número que aparece no gráfico é uma média dos reajustes praticados pelas empresas de eletricidade em São Paulo e no Rio de Janeiro. O preço do óleo diesel, por sua vez, ficou um pouco acima da inflação no mês de abril. Com

este resultado, o óleo diesel mantém um ganho real de cerca de 27% em relação a 1989. Com a manutenção da defasagem da energia elétrica, a ameaça da inflação "reprimida" prossegue. De fato, para recuperar as perdas acumuladas, a tarifa de energia teria que ter um reajuste real de cerca de 30%.



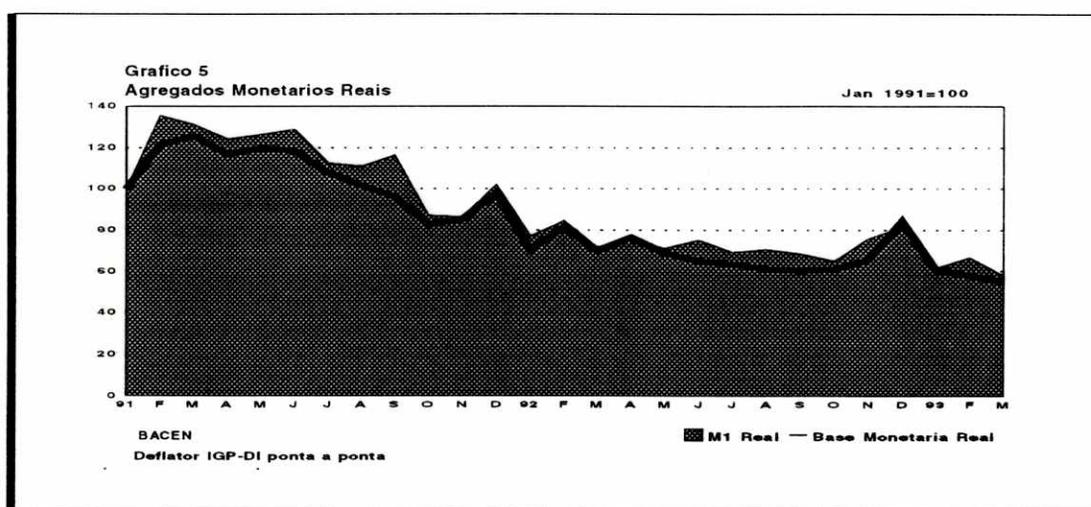
▲ Setor Público

O presidente Itamar Franco sancionou o Orçamento Geral da União para 1993 com veto ao artigo 8º, que previa a utilização, para investimentos, do montante de US\$ 3 bilhões, proveniente dos rendimentos dos recursos do Tesouro Nacional depositados no Banco Central. Mesmo com o veto, o déficit potencial do orçamento é de US\$ 16,5 bilhões, segundo estimativa do adjunto da Secretaria de Orçamento Federal, Luiz Tacca Júnior. Além dos US\$ 3 bilhões dos rendimentos do Tesouro, faltam US\$ 6 bilhões para pagar pessoal, US\$ 1 bilhão para a saúde, US\$ 3,5 bilhões para a Previdência e a arrecadação do Cofins (contribuição para a seguridade social) deve ficar US\$ 3 bilhões abaixo do previsto. Para contornar o problema, o governo só pode remanejar o orçamento ou contingenciar os gastos. O governo está estimando um aumento real de 20% da receita fiscal deste ano em comparação com a do ano passado, já considerando o recolhimento dos US\$ 3,6 bilhões que espera obter com o IPMF. Entretanto, a arrecadação ainda será insuficiente para cobrir o crescimento real das despesas da União, projetado em 28% sobre 1992.

Durante o mês de abril, o governo recolocou a discussão sobre a independência do Banco Central. Um dos aspectos cruciais dessa questão é a necessidade de separação entre as contas do Tesouro Nacional e do BACEN. Na situação atual, o governo através do Banco Central recompra diariamente os títulos federais em poder do público, com

objetivo de dar liquidez ao sistema. Como conseqüência, este mecanismo torna-se um canal de expansão monetária, sancionando o aumento de inflação na medida em que atende a necessidade do acréscimo de demanda por moeda originada através da elevação dos preços. Contudo, mudar este procedimento é problemático pois a não garantia de recompra, face às expectativas existentes quanto a possibilidade do Tesouro não honrar seus compromissos, poderia ocasionar uma grande elevação das taxas de juros ou uma corrida para outros ativos como o dólar.

Com relação à política monetária, em março o BACEN registrou uma expansão da base monetária de 22%, na posição de final de mês. Como vem ocorrendo desde janeiro último, esta taxa situou-se abaixo da inflação corrente, o que resultou em redução real do estoque de moeda, no primeiro trimestre do ano. (ver gráfico 5). A partir de 9 de março, as instituições financeiras passaram a cumprir as novas diretrizes quanto aos recolhimentos compulsórios sobre depósitos à vista. As alterações no cálculo do exigível e do período de movimentação, aliadas às expectativas de elevação nas taxas de juros em abril, induziram as instituições financeiras a demandarem ao Banco Central maior volume de reservas bancárias, com a correspondente redução de suas aplicações em títulos públicos federais, ocasionando monetização de Cr\$ 24 trilhões no mês. Como resultado, a dívida mobiliária federal declinou pelo segundo mês consecutivo, em termos reais, acu-



mulando redução de 2,0% no trimestre, tomando-se por base o IGP-DI centrado. No que diz respeito aos meios de pagamento, dados preliminares indicam que, em termos reais, houve redução nos estoques dos conceitos M1, M2 e M3, enquanto que o M4 manteve-se

praticamente estável, em razão do crescimento real observado no estoque de CDB, consequência dos rendimentos oferecidos aos investidores, que superaram os dos demais ativos financeiros. A relação M4/PIB não se alterou, permanecendo no patamar de 24%.

▲ Setor Externo

A tabela 3 mostra a evolução da Balança Comercial no primeiro trimestre deste ano. O superávit no mês de março, foi de US\$ 1.4 bilhões, conforme dados divulgados pela Se-

cretaria do Comércio Exterior — SECEX. O saldo no trimestre foi de US\$ 3,6 bilhões, elevando o acumulado nos últimos 12 meses, para US\$ 15,5 bilhões.

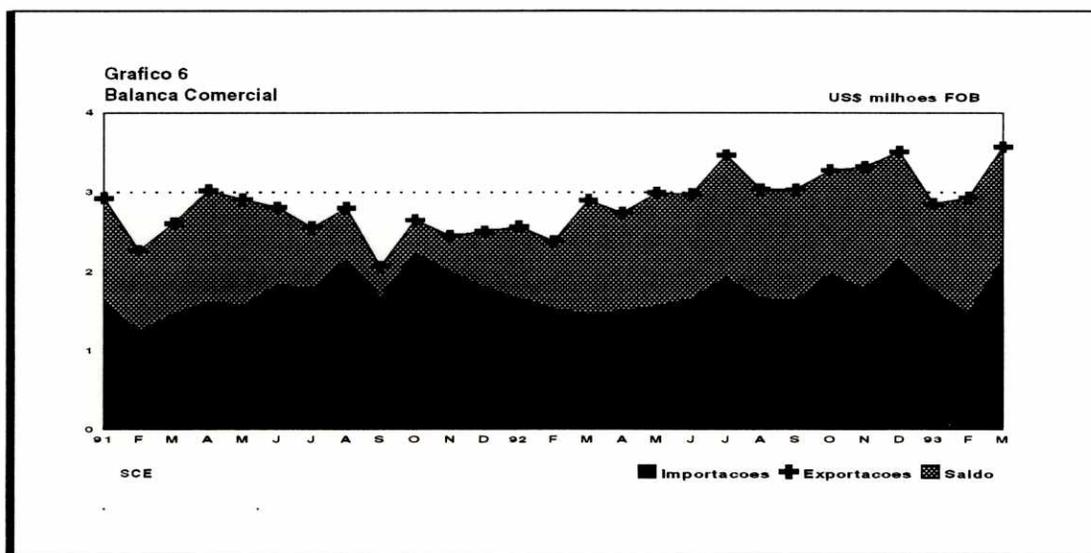
Tabela 3
Evolução da Balança Comercial no primeiro trimestre de 1993

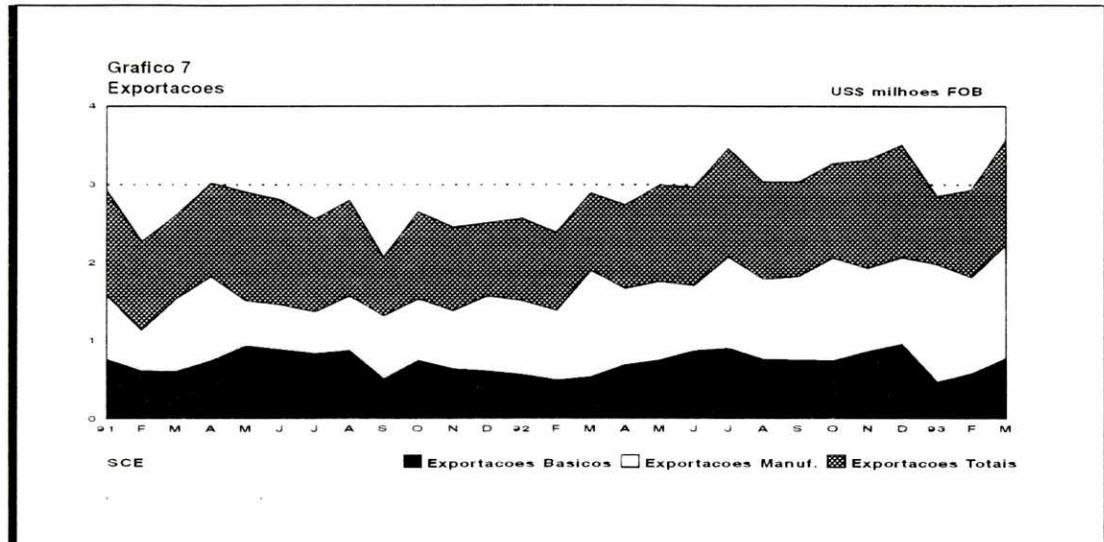
Meses	EXPORTAÇÃO			IMPORTAÇÃO			SALDO
	Manuf.	Outro	Total	Petróleo	Outros	Total	
Jan.	1.638	820	2.458	263	1.524	1.787	671
Fev.	1.828	1.131	2.959	163	1.259	1.422	1.537
Mar.	2.232	1.340	3.572	246	1.926	2.172	1.400
Total	5.698	3.291	8.989	672	4.709	5.381	3.608

Fonte: SECEX

As exportações em março, atingiram a cifra de US\$ 3,6 bilhões, novamente com destaque para os produtos manufaturados que voltaram a apresentar valores recordes históricos. Esses dados são relativos ao maior volume de produtos físicos exportados

já que os preços permaneceram estáveis e de alguns produtos chegaram a cair. Os países que absorveram 40% do total das exportações brasileiras foram: EUA, com participação de 18,38%; Argentina, com 8,82%; Países Baixos, com 6,43% e Japão, com 6,1%.

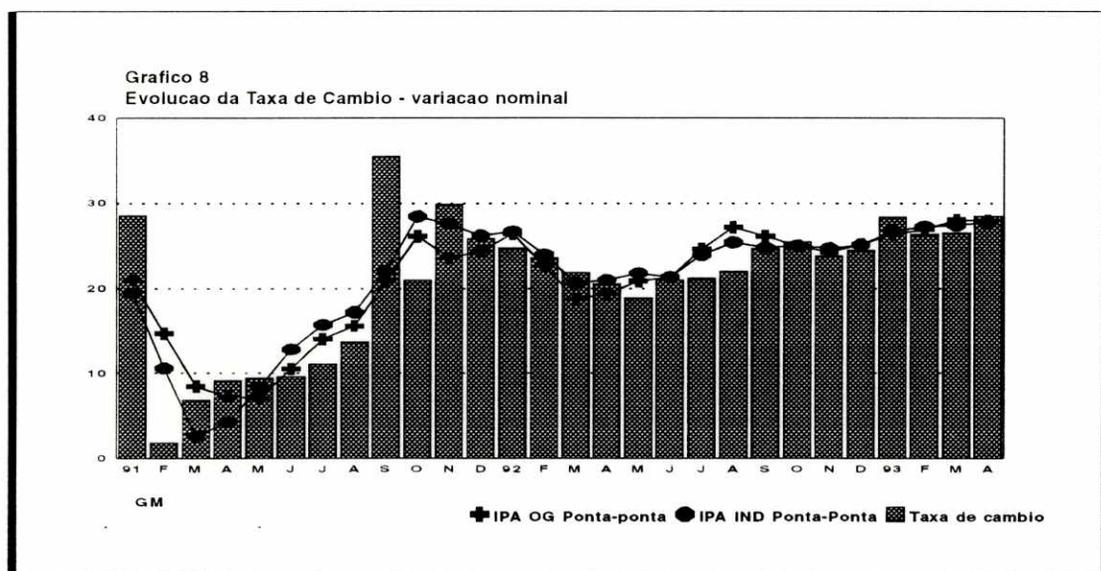




As importações apresentaram um expressivo aumento no mês de março, que significou um crescimento de 48,46% em relação ao mesmo mês do ano passado. Uma boa parte do aumento das importações, segundo o Ministro da Indústria, Comércio e Turismo, é atribuído às operações de "draw-back" — operação pela qual os produtos importados são usados na fabricação de bens destinados exclusivamente à exportação. Descontando a importação de petróleo, o restante dos importados, foram caldeiras, máquinas, instrumentos mecânicos, aparelhos de material eletroeletrônico, instrumento de precisão e controle, ferramentas, produtos químicos, fertilizantes, borrachas, filamento

sintético e artificiais, plástico, autopeças, veículos, artefatos têxteis confeccionados.

O comportamento da taxa de câmbio está ilustrado no gráfico 8. Nota-se que praticamente não houve valorização da moeda nacional frente ao dólar americano medido pelo índice de preço IPA-OG e IPA-IND no mês de abril, como ocorreu nos dois meses anteriores. A política de câmbio flutuante adotada pelo governo desde o Plano Collor, com intervenção do Banco Central no mercado, tem conseguido uma boa calibragem entre a taxa de câmbio e a variação do nível geral de preços. Dessa forma, a defasagem cambial acumulada neste ano, vêm se mantendo em torno de 10%.



Os resultados do estudo da Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (FUNCEX), mostraram que:

- a defasagem cambial entre o cruzeiro e dólar ficou em 16,01% em março, tomando-se como base dezembro de 1988. Essa defasagem é a maior já registrada desde setembro de 1991 — mês em que se efetivou uma maxidesvalorização da moeda nacional de 16%.
- a sobrevalorização da moeda nacional fren-

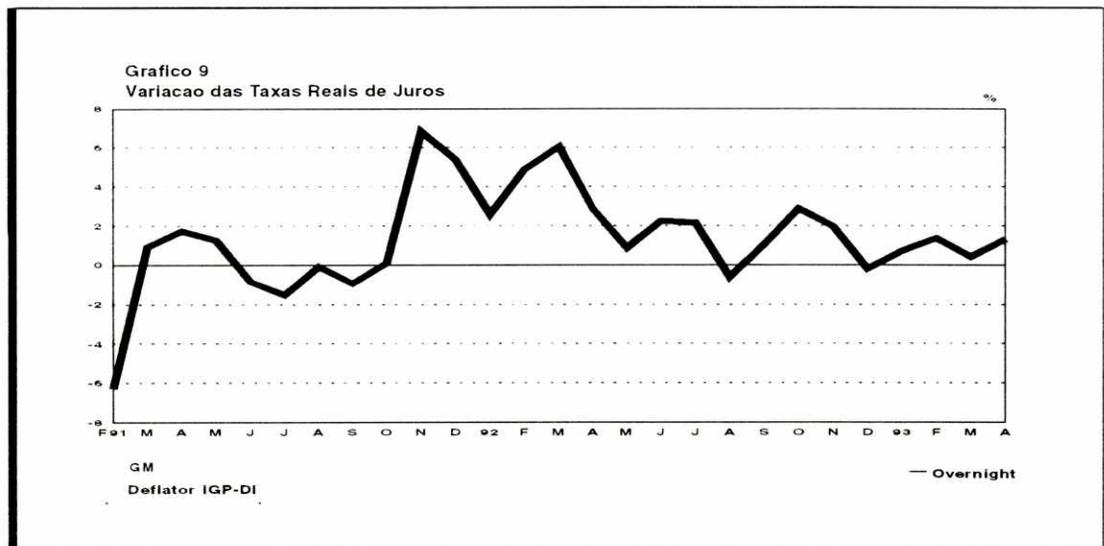
te à moeda japonesa que era de 17,6% em fevereiro, caiu para 15,6% em março.

- a defasagem frente às principais moedas européias é de 15,3% e, 15,7% em relação à cesta das oito principais moedas mundiais (dólar americano, iene, marco, franco, lira, florim, libra esterlina e franco suíço).
- a valorização do cruzeiro é consequência da aceleração inflacionária que a economia brasileira vem atravessando.

▲ Taxa de Juros e Remuneração dos Ativos

A taxa de juro real da economia medida pela taxa de overnight deflacionada pelo IGP-DI voltou a crescer no mês de abril, conforme pode ser visto no gráfico 9. O juro real mensal sinalizado pelo Banco Central nas operações de mercado aberto oscilou entre 1,2% a 1,7%,

aproximadamente, desde o início deste ano. A taxa de juro real de abril anualizada alcança o patamar de 22,42%, enquanto que nos últimos três anos, segundo estudo da AN-DIMA, chegou a -20,50% em 1990; 9,61% em 1991 e 31,09% em 1992.



O governo divulgou a intenção de baixar as taxas de juros praticando uma taxa real de no máximo 1,2% ao mês, ou seja, 15,39% ao ano. Para atender a esse objetivo, uma das possíveis medidas a serem adotadas é o alongamento dos prazos da dívida pública federal. Atualmente, 2/3 dos títulos é de curto prazo — Bônus do Banco Central (BBC) e o restante de Notas do Tesouro Nacional (NTN) de prazo mais longo. Contudo, segundo outras opiniões, a meta de redução dos juros só poderá ser implementada quando os agentes econômicos aceitarem uma remuneração menor na aquisição dos títulos públicos, o que

dependerá de resultados efetivos do plano do governo, principalmente em relação ao equilíbrio fiscal, revertendo as expectativas quanto a capacidade de pagamento das dívidas do governo.

Os ativos financeiros apresentam um desempenho relativamente fraco no mês de abril, excetuando-se apenas as aplicações realizadas com o ouro. Este mercado foi fortemente beneficiado devido à alta de preço do metal no mercado internacional. Através da tabela 4 e do gráfico 10 pode-se ter uma idéia clara do comportamento dos principais ativos financeiros.

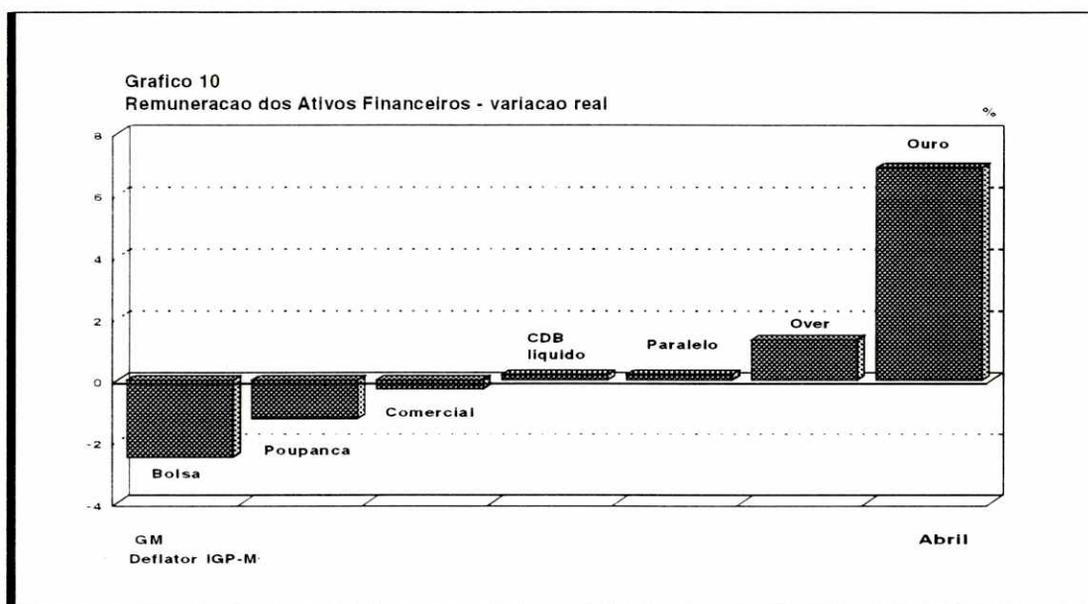
Tabela 4
Taxa de Rendimentos Nominais e Reais dos Ativos Financeiros no Mês de Março/93

Ativo	Bolsa SP	Bolsa RJ	Ouro	Dólar Paral. SP	Dólar Comer.	Over	CDB Pré	Poup.	FAF*	TR	UFIR	IGP-M
Nominal	25.29	25.31	37.71	29.08	28.45	30.53	29.06	27.22	24.84	28.22	27.34	28.33
Real**	-2,51	-2,73	6,89	0,19	-0,29	1,32	0,18	-1,25	-3,10	-0,47	-1,16	-

Fonte: GM.

(*) dados provisórios.

(**) taxa real em IGP-M (FGV).

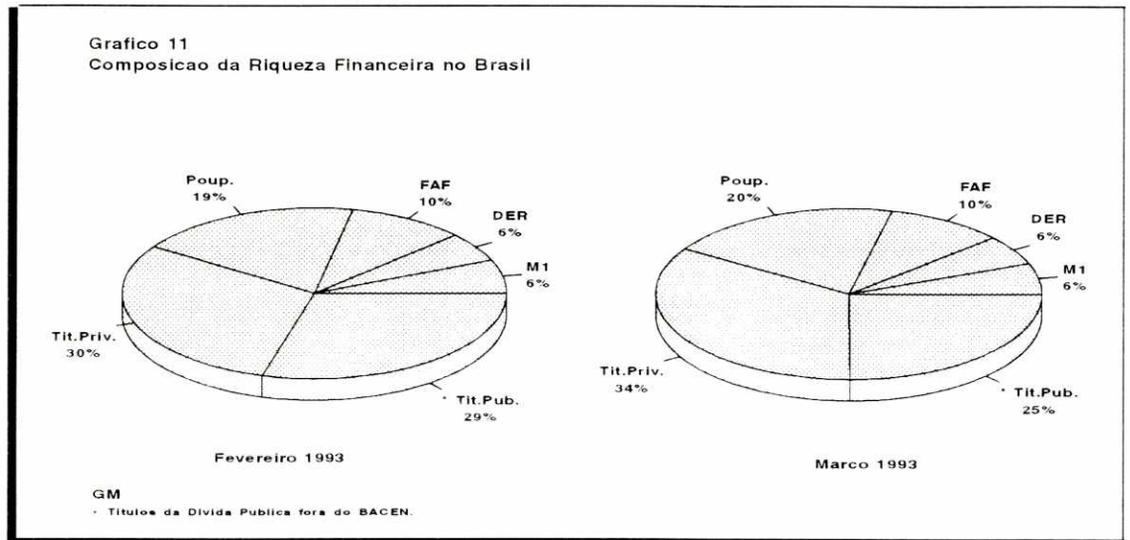


Observa-se que o mercado acionário, que vinha obtendo maior rentabilidade há algum tempo, apresentou o pior desempenho no mês. Isso se deveu, em parte, pelas incertezas com relação a um possível choque na economia.

Os FAFs, que haviam garantido aos investidores um ganho real de 4% em 1991 e uma perda de 3,4% em 1992, apresentaram o segundo pior desempenho, com elevadíssima perda de recursos no decorrer do mês de abril. Os dados divulgados pela ANDIMA mostram que nos quatro primeiros dias do mês houve uma perda de cerca de Cr\$ 13 trilhões, enquanto que os fundos de renda fixa e de ações tiveram um incremento de seus patrimônios. A redução de saldos aplicados nos FAFs se deve basicamente às expectativas de que esses fundos fossem extintos ou modificados.

As Cadernetas de Poupança classificadas em terceiro lugar dentro dos ativos que mais perderam no mês de abril, acumulam no ano uma perda de aproximadamente 1,0%. Este fato contribuiu para que houvesse uma grande fuga de recursos para outros ativos da economia na ordem de Cr\$ 3,6 trilhões (US\$ 143 milhões). Contudo, essa situação deverá ser revertida nos próximos meses face à mudança ocorrida na metodologia do cálculo da taxa referencial de juros (baseada nos rendimentos dos Certificados de Depósito Bancário dos três dias anteriores). Estima-se que os rendimentos obtidos na Poupança passarão a ser muito próximos aos CDBs.

A queda de recursos verificada nas carteiras dos FAFs e Caderneta de Poupança se reflete principalmente no aumento do consumo de bens e serviços e na forte procura pelo dólar paralelo.



O mercado de dólar paralelo caracterizou-se por uma grande instabilidade no decorrer do mês de abril. As expectativas sobre o resultado da reunião ministerial fez com que o Banco Central fosse obrigado a

intervir no mercado vendendo considerável volume de reservas. Entretanto, na semana seguinte da reunião, esse mercado se acomodou e o Banco Central recuperou praticamente sua posição anterior.

REMUNERAÇÃO DE ATIVOS

Índice Real	Base: Janeiro 1991=100.00								
	Mês	Bolsa-SP	Poupança	Over bruto	Ouro-Spot	Paralelo	Comercial	CDB Líquido	IGP-DI PONTA A PONTA(*)
Janeiro 1991	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	20.52
Fevereiro	134.16	94.36	93.71	89.72	93.12	89.28	97.98	97.98	13.97
Março	109.94	95.28	94.58	87.19	91.56	88.29	99.87	99.87	7.99
Abril	106.14	96.91	96.37	90.70	94.33	89.49	102.44	102.44	7.63
Maio	164.14	98.12	97.59	91.33	93.83	90.49	105.50	105.50	8.18
Junho	178.63	96.90	96.75	91.02	92.10	89.05	106.51	106.51	11.33
Julho	208.33	93.88	95.26	87.90	90.32	86.63	104.22	104.22	14.15
Agosto	208.35	91.18	95.18	82.47	89.19	85.00	103.03	103.03	15.84
Setembro	202.05	88.50	94.28	89.30	92.82	95.26	102.53	102.53	20.92
Outubro	210.60	84.67	94.39	102.20	109.35	91.59	98.82	98.82	25.80
Novembro	171.07	89.62	100.84	97.07	96.21	95.97	107.93	107.93	23.94
Dezembro	258.54	92.92	106.27	90.73	97.37	97.00	112.11	112.11	24.47
Janeiro 1992	378.94	93.15	109.00	86.13	87.24	96.21	113.40	113.40	25.81
Fevereiro	399.44	95.81	114.35	86.36	89.06	96.91	117.59	117.59	22.73
Março	404.35	100.03	121.27	85.87	92.25	98.76	127.13	127.13	19.62
Abril	431.60	101.03	124.73	90.61	98.26	98.80	129.19	129.19	20.48
Maio	406.29	99.78	125.82	85.37	94.44	96.35	131.74	131.74	21.93
Junho	258.88	99.87	128.64	88.32	96.60	95.89	133.49	133.49	21.55
Julho	279.70	100.44	131.41	92.99	97.42	94.02	134.23	134.23	23.60
Agosto	269.66	98.37	130.59	86.34	94.44	90.74	134.02	134.02	26.45
Setembro	291.12	98.26	131.96	88.93	95.88	89.72	135.19	135.19	26.15
Outubro	242.49	99.14	135.76	81.61	89.08	90.40	136.45	136.45	24.58
Novembro	193.80	99.10	138.43	83.80	93.55	90.31	139.32	139.32	23.96
Dezembro	227.65	97.83	138.16	84.96	98.40	89.10	135.06	135.06	26.19
Janeiro 1993	244.29	97.66	139.17	80.34	89.25	88.60	136.93	136.93	27.62
Fevereiro	290.57	97.56	141.08	79.58	89.60	88.00	137.21	137.21	27.16
Março	310.42	96.50	141.67	83.35	91.10	87.11	137.02	137.02	28.32
Abril	302.61	95.30	143.54	89.10	91.28	86.85	137.26	137.26	28.83

Fonte: GM, FGV.

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

Exceto valor dos dois últimos meses (estimado).

ÍNDICES ECONÔMICOS

Mês	Taxas de Variação dos Preços (%)				UFIR	Taxa Referencial de Juros (5)	Taxa Câmbio Oficial (*) (%)	Taxa de Câmbio — Cr\$/US\$				Cesta de Moedas BNDES
	INPC IBGE	IPC FIPE	IGP-M FGV	IGP-DI FGV				Oficial Média	Oficial (*)	Black (*)	Ágio (%)	
1991												
JAN	20.95	21.02	17.70	19.93		—	ERR	193.83	220.15	236.50	7	9.158389
FEV	20.20	20.54	21.02	21.11		7.00	1.75	221.85	224.00	251.00	12	
MAR	11.79	7.48	9.19	7.25		8.50	6.79	230.20	239.20	266.50	11	
ABR	5.01	7.19	7.81	8.74		8.93	9.09	252.40	260.95	295.50	13	9.213265
MAI	6.68	5.76	7.48	6.53		8.99	9.39	273.52	285.45	318.00	11	
JUN	10.83	9.78	8.48	9.86		9.40	9.56	298.29	312.75	347.50	11	
JUL	12.14	11.30	13.22	12.83		10.05	11.05	329.45	347.30	389.00	12	8.774771
AGO	15.62	14.42	15.25	15.49		11.95	13.66	371.90	394.75	445.00	13	
SET	15.62	16.21	14.93	16.19		16.78	35.53	433.47	535.00	560.00	5	
OUT	21.08	25.17	22.63	25.85		19.77	20.95	585.76	647.10	830.00	28	8.623979
NOV	26.48	25.39	25.62	25.76		30.52	29.87	743.85	840.40	905.00	8	
DEZ	24.15	23.25	23.63	22.14		28.42	25.80	952.26	1057.20	1140.00	8	
1992												
JAN	25.92	25.89	23.56	26.84	597.06	25.48	24.78	1197.29	1319.20	1285.00	-3	8.075955
FEV	24.48	21.57	27.86	24.79	749.91	25.61	23.63	1478.14	1630.90	1610.00	-1	
MAR	21.62	21.74	21.39	20.70	945.64	24.27	21.90	1814.54	1988.00	1995.00	0	
ABR	20.84	22.73	19.94	18.54	1153.96	21.08	20.53	2197.83	2396.10	2560.00	7	7.920553
MAI	24.50	22.53	20.43	22.45	1382.79	19.81	18.91	2628.66	2849.20	3000.00	5	
JUN	20.85	22.45	23.61	21.42	1707.05	21.05	20.97	3145.59	3446.80	3730.00	8	
JUL	22.08	21.10	21.84	21.69	2104.28	23.69	21.99	3829.21	4204.60	4650.00	11	7.830796
AGO	22.38	23.16	24.63	25.54	2546.39	23.22	22.03	4672.18	5131.00	5700.00	11	
SET	23.98	24.41	25.27	27.37	3135.62	25.38	24.73	5771.57	6400.00	7300.00	14	
OUT	26.07	26.46	26.76	24.94	3867.16	25.07	25.53	7214.90	8034.10	8450.00	5	7.053365
NOV	22.89	21.89	23.43	24.22	4852.51	23.29	23.84	9046.84	9949.90	11000.00	11	
DEZ	25.58	25.29	25.08	23.70	6002.56	23.95	23.05	11053.84	12243.00	14600.00	19	
1993												
JAN	28.77	27.42	25.83	28.73	7412.55	26.76	28.40	14067.00	15717.50	16850.00	7	11.376153
FEV	24.20	25.10	28.42	26.51	9597.03	27.03	26.34	17868.40	19858.00	21450.00	8	
MAR	28.52	25.41	26.25	27.81	12161.36	25.81	26.51	22593.2	25444.50	28650.00	13	
ABR			28.83		15318.45	28.22	28.45	28728.8	32268.00	36400.00	13	
MAI					19506.52	28.68						

Fonte: FGV, IBGE, GM.

(*) variação final de período.

(2*) refere-se ao custo total da cesta (juros + IR), onde

1@ trim - 16/01 a 15/04

2@ trim - 16/04 a 15/07

3@ trim - 16/07 a 15/10

4@ trim - 16/10 a 15/01

▲ Ponto de Vista

Âncoras Nominais e a Estabilização da Economia

Francisco Eduardo Pires de Souza()
Caio César Lock Prates da Silveira(*)*

Há hoje um consenso bastante amplo quanto à importância decisiva de um equilíbrio fiscal sustentável para que um plano de estabilização possa ser bem sucedido. Mas resolver a questão fiscal, por mais crucial — e difícil — que seja, não basta para derrubar a alta inflação brasileira. Hoje é amplamente reconhecida a necessidade de se promover uma mudança drástica do regime monetário e ao mesmo tempo coordenar as expectativas dos agentes econômicos de forma a sincronizar a queda abrupta da inflação. As chamadas âncoras nominais constituem meios para promover estes dois objetivos.

Utilizar uma âncora nominal consiste basicamente em fixar os valores futuros de uma variável econômica chave, na expectativa de que a evolução dos preços convirja para a trajetória por ela sinalizada. As duas alternativas clássicas de âncora nominal são a taxa de câmbio e o estoque de moeda da economia. Uma terceira opção, bastante desgastada no caso brasileiro, é a política de rendas.

Mudar o regime monetário requer, entre outras coisas, que o Banco Central não possa mais emitir moeda para financiar o governo, seja direta ou indiretamente (via recompra de títulos do Tesouro). E seu objetivo é que o Banco Central possa controlar, de fato, algum agregado monetário — o crédito doméstico líquido (base monetária menos reservas internacionais), no caso da opção pela âncora cambial, ou a base monetária (e o M1) se a escolha for a âncora monetária — restaurando a credibilidade da moeda.

A escolha da âncora cambial, na sua versão mais radical, implicaria a garantia da plena conversibilidade da moeda nacional em moeda estrangeira a uma taxa de câmbio fixa por lei. E toda emissão de moeda deveria ser lastreada em divisas para sustentar a conversibilidade. Esta opção teria as seguintes vantagens:

a) o novo regime monetário seria facilmente compreensível pelo público, o que é importante para reverter as expectativas; e mais, a garantia de que a moeda nacional pode ser convertida em dólar, a qualquer momento, a uma cotação invariável, transmitiria a credibilidade da moeda estrangeira para a nacional;

b) não se requer uma capacidade de fazer sintonia fina para administrar a injeção de moeda na economia, nem tampouco se exige muita credibilidade na capacidade do governo (e do Congresso) de escapar à tentação de gastar mais do que arrecada. A regra da conversibilidade, imposta por força de lei, põe uma camisa de força na gestão financeira do governo, ao impedir o financiamento monetário do setor público.

c) a taxa de câmbio é um preço visível, facilmente adotável como referência para os demais preços;

d) a fixação da taxa de câmbio permitiria interromper subitamente a expansão da moeda indexada, desde que esta (os títulos públicos de curtíssimo prazo) fosse previamente indexada ao dólar.

Apesar das vantagens acima, o uso da âncora cambial tem alguns inconvenientes, que são particularmente acentuados na situação brasileira atual. O mais grave deles é que, na ausência de determinados requisitos, a eficácia da âncora cambial é baixa, de forma que a elevação dos preços prossegue após a deflagração do plano, apesar da taxa de câmbio fixa. Ocorre então uma valorização real da moeda nacional que, ao alcançar um grau elevado, torna-se destrutiva para a indústria nacional, e acaba por levar ao fracasso do plano de estabilização pela via da crise cambial.

A âncora cambial tem maiores chances de sucesso quanto mais elevado for o grau prévio de dolarização da economia — tanto de preços e salários, quanto da riqueza financeira — e quanto maior a abertura da economia para o exterior. Além do mais ela supõe que

(*) Professores do IEI-UFRJ e Consultores do Convênio PNUD-BNDES.

o governo tenha reservas suficientes para garantir a conversibilidade da moeda e da quase-moeda. Nenhuma destas condições é preenchida atualmente na economia brasileira: o uso do dólar como indexador ampliou-se, mas ainda é relativamente pequeno; o grau de abertura da economia, medido pela participação das importações no PIB também é muito reduzido (5%); finalmente, as reservas internacionais do Banco Central correspondem a cerca de 60% da soma da base monetária com a dívida mobiliária federal.

O uso da âncora monetária, por outro lado, baseia-se num regime de câmbio flutuante, e não supõe a disponibilidade de reservas elevadas, já que neste regime o Banco Central deve ficar totalmente afastado do mercado de câmbio (deixando que diferenças entre oferta e procura de moeda estrangeira sejam compatibilizadas por meio de alterações na taxa de câmbio). Tampouco se exige uma elevada abertura para o exterior, dado que o mecanismo de "controle" dos preços seria a restrição da demanda doméstica derivada da escassez de moeda, e não a concorrência de produtos estrangeiros. Mas apesar destas vantagens, a âncora monetária também apresenta inconvenientes graves.

O reduzido estoque de moeda hoje presente na economia (o M1 corresponde a apenas 1,6% do PIB) impõe que um plano de estabilização baseado na âncora monetária promova inicialmente uma remonetização da economia, para em seguida estabelecer metas de expansão de um agregado monetário. A monetização inicial seria feita às cegas,

sendo quase impossível acertar na dosagem de liquidez requerida pela economia. As metas subseqüentes não poderiam contemplar nem um crescimento muito baixo da quantidade de moeda — que provocasse uma crise de liquidez na economia — nem uma expansão muito elevada — que pudesse ser percebida como uma sinalização de inflação elevada.

A administração da âncora monetária é portanto algo muito mais complexo do que a mera fixação de metas monetárias em linha com o crescimento do produto nominal (a uma taxa de inflação próxima a zero). E as dificuldades não param por aí. Para que, uma vez fixadas as metas monetárias, o Banco Central pudesse cumpri-las, seria necessário acabar com o mecanismo de criação de moeda indexada. Para tanto, o Banco Central não poderia continuar dando liquidez diária aos títulos da dívida pública. Esta exigência deu origem a propostas de alongamento do perfil da dívida pública, cujos prós e contras vêm sendo objeto de debate nos últimos meses.

Da discussão acima conclui-se que, apesar dos enormes obstáculos políticos hoje existentes para a deflagração de um programa bem sucedido de combate a inflação, existem também dificuldades econômicas não desprezíveis. Isto não condena, entretanto, ao imobilismo. Ao contrário, há muito o que fazer não apenas em termos das reformas estruturais em curso, como também na preparação dos pré-requisitos, hoje inexistentes, para uma mudança bem sucedida no regime monetário.