

POLÍTICA ECONÔMICA

Políticas monetária e fiscal*

*Edison Marques Moreira***

*Elza Maria S. de Almeida****

*Lisete Maria Giroto****

Introdução

Após quase 11 meses da adoção do Plano Collor, o Governo anunciou, no dia 31 de janeiro de 1991, quando a inflação ultrapassava os 20% mensais, um novo congelamento de preços e salários — Plano Collor II —, incluindo, desta vez, desindexação e reforma financeira para incentivar os investimentos a longo prazo. No entanto, antes do congelamento, ocorreu uma elevação das tarifas públicas e dos preços dos combustíveis entre 46% e 71%.

Algumas das principais alterações desse Plano foram o fim do Bônus do Tesouro Nacional (BTN), o do Bônus do Tesouro Nacional Fiscal (BTNF) e a instituição da Taxa Referencial de Juros (TR), que passou a servir de base para os reajustes das aplicações financeiras.

Passados dois meses do início da aplicação do Plano, esse texto pretende verificar qual foi o comportamento, no período, dos agregados monetários e do Fundo de Aplicação Financeira (FAF) instituído pela reforma financeira, bem como constatar o desempenho das reformas administrativa e patrimonial e das contas do Governo no primeiro trimestre do ano.

Política monetária

Os agregados monetários

O aumento da emissão primária de moeda em 1990 — base monetária — e o crescimento dos saldos dos meios de pagamento pelo conceito mais

* Este trabalho contou com o apoio financeiro da FAPERGS.

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

*** Auxiliar da FEE.

restrito — M1 —, apesar da política monetária restritiva praticada pelo Governo, ultrapassaram significativamente as metas estabelecidas para aquele ano.

O M1 apresentou uma variação nominal de 89% sobre a meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) em maio do ano passado. Ou seja, ao final de dezembro, o saldo do M1 alcançava Cr\$ 2,525 trilhões, contra uma meta projetada de Cr\$ 1,3 trilhão. O crescimento real no ano foi de 45,96%.

A emissão primária de moeda passou de um aumento nominal de 1.754% no final de 1989, conceito de final de período, para 2.304,2% em fins de 1990.

O comportamento da moeda em seu conceito mais amplo (M4) também ultrapassou a sua meta. O Governo esperava terminar o ano de 1990 com um saldo de Cr\$ 4,18 trilhões, mas ele ficou, no final do período, em Cr\$ 9,2 trilhões.

Os objetivos para o primeiro trimestre deste ano, estabelecidos no mesmo programa e que projetavam uma variação zero tanto para o M1 como para o M4, também não foram cumpridos.

Analisando os últimos dados disponíveis para os agregados monetários, o M1 cresceu, na média, 26,9% em fevereiro, em relação a janeiro. Na verdade, o movimento maior de incremento nesse agregado ocorreu nos dois últimos dias do segundo mês do ano: a taxa na ponta estava em 31,5% no dia 26, saltou para 40,5% no dia 27 e fechou o mês, dia 28, em 51,1%. Embora fosse esperada uma demanda por moeda acima do normal a partir do Plano Col-lor II, as incertezas e os boatos em torno do funcionamento do FAF — apelidado de "Fundão" —, no final do mês, influenciaram o comportamento do público, levando as pessoas a sacarem dos fundos de curto prazo no final de janeiro e colocarem o dinheiro sob a forma de depósitos à vista, os quais apresentaram uma expansão de 60,8% no final de fevereiro, em relação a janeiro.

A base monetária foi ampliada 38,4% em fevereiro, relativamente a janeiro, em termos de saldo de final de período. No conceito das médias, ela aumentou 13,9%, acumulando uma expansão média de 18,3% desde janeiro. Parte da emissão monetária foi provocada pelas medidas de estabilidade, que abrandaram a expectativa inflacionária, e, sempre que isso ocorre, há um processo de monetização da economia. Contribuiu também para esse processo a reforma financeira que extinguiu os fundos de curto prazo e o "overnight" para pessoas físicas e jurídicas não financeiras, provocando indecisão no investidor quanto ao direcionamento a ser dado às suas aplicações.

Tabela 1

Evolução, mês a mês, da base monetária (BM) e dos meios de pagamento no Brasil — 1990/91

PERÍODOS	BM (1)	AGREGADOS			
		M1	M2	M3	M4
		(2)	(3)	(4)	(5)
1990					
Jan.	19,1	14,8	50,5	50,2	50,7
Fev.	74,1	95,4	69,2	80,5	76,0
Mar.	144,5	164,8	-40,2	-33,1	-30,6
Abr.	70,0	38,5	52,9	41,5	41,4
Mai	58,3	34,8	34,8	18,9	20,9
Jun.	-9,2	2,2	0,2	0,6	9,4
Jul.	-9,0	1,8	7,8	12,7	14,0
Ago.	2,6	9,7	8,3	10,9	13,3
Set.	17,9	16,2	6,9	7,9	12,7
Out.	-0,2	-0,3	7,3	10,1	13,0
Nov.	11,6	18,3	15,4	14,1	13,6
Dez.	58,0	41,4	26,7	24,5	21,4
1991					
Jan.	-19,3	-15,3	14,4	16,9	18,0
Fev.	38,4	51,1	17,8	18,7	13,2

FONTE: BACEN.

NOTA: Todos os agregados se referem 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.

Em fevereiro, primeiro mês do Plano Collor II, o Banco Central injetou liquidez no mercado, basicamente, por duas vias. Colocou Cr\$... 289,5 bilhões via compra de títulos, para ajudar as instituições no financiamento de papéis que carregavam em carteira, tendo em vista o deslocamento dos haveres para o depósito à vista, e também através da linha de financiamento à liquidez — empréstimo ao sistema financeiro pela via do redesconto.

Tabela 2

Fatores condicionantes da base monetária no Brasil — 1990/91

(Cr\$ milhões)

PERÍODOS	TESOURO NACIONAL	OPERAÇÕES COM TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS	OPERAÇÕES DO SETOR EXTERNO	ASSISTÊNCIA FINANCEIRA DE LIQUIDEZ (1)	DEPÓSITOS DE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS	DEPÓSITOS EM NCz\$ (2)	OUTRAS CONTAS	VARIAÇÃO DA BASE MONETÁRIA
1990								
Jan.	-693	18 095	-9 557	-844	6 252	0	-389	12 864
Fev.	26 348	222 698	-44 828	-1 654	-146 543	0	3 683	59 704
Mar.	71 212	107 734	-30 404	37	-52 361	-63 278	169 418	202 358
Abr.	109 946	-83 927	86 644	19 616	5 026	323 589	-221 161	239 733
Mai	167 658	-205 073	95 879	100 298	65 906	53 026	61 739	339 433
Jun.	-1 444	53 597	507	65 553	54 533	-258 863	1 355	-84 762
Jul.	-11 547	-41 245	39 727	-55 610	-6 448	-778	717	-75 184
Ago.	-28 817	51 175	-37 419	-63 651	-19 309	-441	5 036	20 030
Set.	-51 296	214 219	50 247	-32 277	-11 170	-35 318	5 368	139 773
Out.	-49 126	17 930	16 158	-24 711	8 656	15 533	14 015	-1 545
Nov.	14 957	176 463	-32 766	-60 433	238	-5 947	12 911	106 423
Dez.	-88 741	239 218	268 091	148 144	-17 441	36 930	8 807	595 008
1991								
Jan.	87 598	-437 430	113 574	-84 227	-13 449	22 906	-1 117	-312 145
Fev.	445	282 519	-14 397	264 952	-25 521	-11 269	6 226	502 955

FONTE: BACEN.

(1) Inclui penas e custos sobre deficiências de reservas bancárias. (2) Medida Provisória nº 168.

O M4, em fevereiro, também apresentou uma expansão sobre o saldo de final de janeiro. A monetização dos ativos financeiros foi compensada, em parte, pela queda nominal de 6,64% observada no estoque de títulos federais em poder do público — na verdade o BACEN resgatou papéis, abrindo espaço para a colocação dos Bônus do Banco Central (BBCs) — e pela redução de 0,84%, também em termos nominais, verificada no estoque de títulos de renda fixa privados, basicamente Certificados de Depósito Bancário (CDBs).

Em março, apesar de não se conhecerem os dados sobre o desempenho dos meios de pagamento, acredita-se que o volume de depósitos à vista continuou alto, pois foi o primeiro mês de funcionamento do "Fundão" e havia desconfiança nessa nova forma de operar do mercado financeiro.

Sem os fundos de curto prazo e, principalmente, com o fim do "over", as pessoas passaram a carregar mais papel-moeda e a efetuar um maior volume de depósitos à vista nos bancos, já que aplicar no FAF, no curtíssimo prazo, passou a representar um retorno relativamente baixo, devido a uma maior incidência da tributação.

O Fundo de Aplicação Financeira

A partir de 1º de março, as aplicações de dinheiro por um dia, o "overnight", como também os fundos de curto prazo ficaram extintos, sendo os saldos dessas aplicações transferidos para o Fundo de Aplicação Financeira, também conhecido como "Fundão".

O FAF é gerido pelas instituições financeiras que colocam cotas junto ao público e devem aplicar 42% da carteira em títulos estaduais e títulos privados, 23% em títulos do Tesouro Nacional, 20% em depósitos do BACEN, 10% em títulos de desenvolvimento econômico, 3% no Fundo do Desenvolvimento Social e 2% em depósitos à vista.

Com a criação do "Fundão", o Governo objetiva alongar o prazo das aplicações e devolver o risco da atividade financeira aos bancos.

Cada banco pode ter o seu FAF. Bancos pequenos, corretoras, etc. podem constituir um fundo que comprará cotas do "Fundão" dos grandes bancos.

A tributação é semelhante a dos extintos fundos de curto prazo, isto é, o Imposto de Renda, de 5%, incide sobre a valorização diária das cotas. Já a tributação do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) atinge os saques até 22 dias úteis, e não mais os de até 18, como era anteriormente.

Quanto ao lucro dos bancos, prevê-se que será menor do que no sistema antigo do "over". As instituições que constituírem "fundões" serão remuneradas por uma taxa de administração, que deve variar de banco para banco. O valor das cotas dos FAFs já virá com o desconto dessa taxa. Até final de fevereiro, a taxa média de administração nos fundos de curto prazo era 4%. Nos "fundões" giram em torno de 10 a 12%.

A concorrência marcará o funcionamento dessa área, porque uma taxa de administração muito alta terá efeito negativo na rentabilidade do cotista, que poderá trocar de "fundão" (de banco).

Com a reforma financeira, ocorreram algumas alterações na relação entre o BACEN e as demais instituições do sistema financeiro.

O Banco Central começou a adotar uma disciplina mais rigorosa nos empréstimos de liquidez e nas linhas de redesconto para as instituições financeiras. Por um lado, a instituição que, por mais de três dias úteis, num período de 10 dias, recorrer aos empréstimos de liquidez ou apresentar saldo na conta de reservas bancárias inferior a 90% passará a ser monitorada pelo BACEN. A instituição terá de limitar, ou suspender, a contratação de operações de crédito, inclusive, no caso dos bancos estaduais, as operações conceituadas como antecipação de receitas orçamentárias, e cancelar as aplicações de risco, tais como ouro, dólar e ações. Exigir-se-á a apresentação do movimento diário do fluxo de caixa nos 30 dias seguintes ao início do monitoramento.

Por outro lado, a instituição financeira que se utilizar da linha de redesconto durante 10 dias no período de 90 dias recolherá ao BACEN, por 90 dias corridos, em dinheiro, o correspondente a 1% do ativo total, menos o imobilizado e os títulos federais. Terá de contratar auditoria externa, além de perder a qualidade de "dealer" e ser descredenciada de fundos e repasses federais. Caso a instituição não se enquadre ao monitoramento, poderá, inclusive, ser liquidada extrajudicialmente.

Paralelamente a essas medidas, o Banco Central estabeleceu, no dia 14 de fevereiro, a troca de Letras Financeiras do Tesouro Estadual (LFTEs) por Letra do Banco Central (LBC), representando empréstimos de 60 dias, pois, caso contrário, os bancos estaduais estariam entre os primeiros a serem liquidados.

O patrimônio dos Fundos de Aplicação Financeira nos primeiros 21 dias de março¹ era de aproximadamente US\$ 10 bilhões.

O desempenho, apesar de ser considerado bom, ficou aquém da expectativa, que era de cerca de US\$ 15 bilhões, montante este que girava aplicado em fundos de curto prazo, no "over" e no "open" e que se pressupunha que deveriam migrar para os novos "fundões".

¹ Último dado disponível nas estatísticas oficiais do BACEN, quando da elaboração deste texto.

A incerteza quanto à rentabilidade dos "fundões" em relação a outras aplicações no mercado financeiro provocou um movimento da moeda para outros ativos, como a caderneta de poupança, que captou, até o dia 25 de março, algo como Cr\$ 164 bilhões. Também houve uma recuperação nos saldos dos fundos de renda fixa, que, depois de ficarem praticamente parados no mês de fevereiro, receberam, até a data acima referida, aplicações líquidas (emissão de quotas menos resgate) no valor de Cr\$ 31,5 bilhões. Juntam-se a eles os Certificados de Depósito Bancário, onde há claras indicações de que parte desses títulos que estavam lastreando operações compromissadas — desenvolvidas no mercado aberto — foram substituídos por CDBs de colocação final, junto ao aplicador.

Até o dia 21 de março, o BACEN informou que, no consolidado de todos os "fundões", a distribuição do patrimônio era a seguinte: os títulos privados — CDBs de venda final e CDBs que estava lastreando operações compromissadas realizadas no mercado aberto — apresentavam um patrimônio de Cr\$ 1,0 trilhão de títulos federais; em papéis de renda fixa de emissão do Governo Federal, os "fundões" tinham em carteira Cr\$ 577 bilhões de Letras Financeiras do Tesouro (LFTs) e Cr\$... 560 bilhões em BBC; como depósitos à vista, os FAFs tinham junto ao próprio banco que os administra o valor de Cr\$ 46 bilhões; apenas Cr\$... 100 bilhões do patrimônio dos "fundões" estavam aplicados em títulos públicos estaduais; e os fundos tinham reservado Cr\$ 50 bilhões de sua carteira para aplicações em debêntures.

Política fiscal

As reformas administrativa e patrimonial

O Plano Collor II não impôs nenhuma nova diretriz para o andamento das reformas administrativa e patrimonial iniciadas com o plano anterior, em março de 1990.

Diante desse fato, as reformas no primeiro trimestre do ano seguiram o curso já determinado ao longo do ano passado.

A reforma administrativa, quanto à demissão e à colocação em disponibilidade de funcionários públicos, estacionou, em virtude não só de pressões políticas e corporativas, mas também de aspectos constitucionais, como os ligados à estabilidade do funcionário público.

A venda de imóveis funcionais da União, operação que o Governo começou a desenvolver a partir de novembro do ano passado e que tinha como objetivo vender, até o final de janeiro de 1991, cerca de 20 mil imóveis, foi, em parte, adiada por aproximadamente 60 dias, desde 1º de fevereiro, quando o novo plano econômico extinguiu o BTN, o qual era utilizado na correção dos preços dos imóveis.²

No que se refere à extinção e à fusão de órgãos públicos, o Governo, neste trimestre, só demonstrou intenção, nada realizando efetivamente, e, ao que parece, a tendência para 1991 será mais a de se concentrar na reformulação das atividades de órgãos públicos, pois a equipe do Governo, através de estudos, concluiu que a simples extinção de um órgão — como pretendia fazer — não implica necessariamente a redução do tamanho do Estado, se a sua atividade e até mesmo seus funcionários forem simplesmente transferidos para outro órgão da União.

Quanto à reforma patrimonial, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), gestor do Programa Nacional de Desestatização, continuou, nos primeiros três meses do ano, preparando o processo de privatização de empresas públicas e espera colocar à venda o controle de quatro delas ainda no primeiro semestre deste ano: Mafersa S/A, USIMINAS, USIMEC e Companhia Siderúrgica de Tubarão (CST), totalizando uma receita aproximada de US\$ 8 bilhões.

A segunda face da privatização, a da concessão de serviços públicos ao setor privado, aguarda ser regulamentada por lei que dispoña sobre concessão, a ser votada pelo Congresso.

Até agora, o BNDES já recebeu projetos de empreiteiros interessados nesse segmento, abrangendo as áreas de ferrovias, rodovias e hidrelétricas.

As contas do Governo

O Governo apurou, no final de 1990, um "deficit" nominal³ de 26,9% do Produto Interno Bruto (PIB). No conceito operacional, que

² Mais ou menos 7.000 imóveis funcionais terão seu preço reavaliado em função do Plano Collor II. Essa situação atingiu todos os adquirentes que não tinham assinado ainda contrato de compra.

³ O conceito de "deficit" nominal mede as necessidades de financiamento do setor público com base na metodologia que o Fundo Monetário Internacional (FMI) usa para acompanhar a situação fiscal de todos os seus países-membros. O conceito trabalha com valores nominais e, portanto, não desconta as correções cambial e monetária.

desconta os efeitos das correções cambial e monetária, o País apresentou "superavit" de 1,2% do PIB, substancialmente melhor do que o "deficit" operacional de 6,9% do PIB de 1989.

No conceito primário, um terceiro critério que, além das correções cambial e monetária, desconta também os encargos das dívidas interna e externa, o "superavit" em 1990 foi de 4,5% do PIB.

O resultado positivo das contas públicas em 1990 reflete, em boa parte, os efeitos do Plano Collor I.

O impacto das medidas do Plano sobre as receitas fiscais fez com que elas apresentassem um crescimento real de 13% e que as despesas sofressem uma contração, também em valores reais, de 35% ao final de 1990.

A elevação das receitas foi produzida principalmente por tributações "once for all" — receitas que entram no cofre do Governo uma só vez e não se repetem —, como o IOF sobre o resgate de operações financeiras.

Pelo lado das despesas, as contribuições mais importantes para o ajuste fiscal vieram do achatamento dos salários do funcionalismo público e do confisco da poupança financeira.

A folha de pagamento, devido ao arrocho salarial imposto pelo Plano de Estabilização, caiu de uma participação de 6,4% do PIB, em 1989 para 5,4% do PIB em 1990, e o confisco dos ativos financeiros, em função da suspensão do pagamento dos juros, produziu uma queda de 42%, em termos reais, no valor do estoque da dívida mobiliária federal, comparando-se o saldo de final de dezembro de 1990 com o do mesmo período de 1989.

Em 1991, nos primeiros três meses, o Tesouro Nacional conseguiu um "superavit" de caixa de Cr\$ 9,8 bilhões (Tabela 3). As receitas somaram Cr\$ 2,17 trilhões, enquanto as despesas ficaram em Cr\$ 2,16 trilhões.

Esse resultado positivo, embora a arrecadação tenha ficado 26%, em termos reais, inferior à obtida em igual período de 1990, foi, em parte, devido às medidas adotadas pelo Governo em fevereiro, de contingenciar⁴ 90% das despesas de custeio do Orçamento Geral da União (OGU) e de limitar em 95% os investimentos da Administração Direta.

⁴ O contingenciamento impede que sejam feitos empenhos junto ao Tesouro, sem que haja recursos correspondentes.

Tabela 3

Execução financeira do Tesouro Nacional — jan.-mar./91

DISCRIMINAÇÃO	VALOR NOMINAL		Δ% ACUMULADA (1)
	Mar./91 (Cr\$ milhões)	Jan.-Mar./91 (Cr\$ milhões)	
I - Fluxo fiscal			
A - Receitas	852 276	2 177 502	-21,0
Recolhimento bruto	739 607	1 922 091	-26,0
Incentivos fiscais	-14 100	-21 714	111,0
Retorno das operações oficiais de crédito	122 109	261 697	114,0
Emissão de certificados de privatização (CPs)	0	5	0,0
Remuneração de disponibilidades — Banco do Brasil	4 660	15 423	-20,0
B - Despesas	-846 802	-2 167 671	-52,0
Liberações vinculadas	-279 773	-677 729	-20,0
Transferências constitucionais — FFB,FPE,IPI e FE	-195 311	489 065	-28,0
Demais transferências a estados e municípios	-44 196	-52 647	110,0
Outras vinculações	-40 266	-136 017	-3,0
Liberações ordinárias	-563 874	-1 477 024	-61,0
Pessoal e encargos sociais	-292 780	-839 921	-27,0
Encargos da dívida contratada — interna e externa	-20 763	-32 301	-57,0
Outras despesas (custeio/investimento)	-125 502	-150 625	-43,0
Encargos da dívida pública mobiliária federal — DPMF	-7 617	-8 591	-100,0
Operações oficiais de crédito	-70 492	-203 986	34,0
Refinanciamento de dívidas com aval da União (MF)	0	0	-100,0
Restos a pagar de 1990	-46 720	-241 600	1,0
Variação das contas de suprimento	-3 155	-12 918	-
Resultado A + B	5 474	9 831	-
Resultado A + B - CPs	5 474	9 826	-
II - Financiamento			
C - Receitas	122 410	514 122	-93,0
Remuneração disponibilidades do BACEN	0	391 712	-74,0
Resultado do BACEN	0	0	-100,0
Emissões de títulos públicos federais — DPMF	0	0	-100,0
Recursos do empréstimo compulsório	122 410	122 410	0,0
D - Despesas	-170 835	-359 261	-90,0
Resgates da dívida mobiliária federal	-123 045	-289 271	-92,0
Amortização da dívida contratada — interna e externa	-47 790	-69 990	-22,0
Resultado C + D	-48 425	154 861	-96,0
Fluxo de caixa (A + B + C + D)	-42 951	164 692	-92,0

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.

As despesas do Tesouro Nacional caíram 52% em termos reais, no primeiro trimestre do ano, em relação a igual período de 1990. As liberações vinculadas, que são transferências constitucionais, tiveram uma queda de 20%, enquanto as liberações ordinárias sofreram uma redução de 61%, ambas também em termos reais. Dentro das liberações ordinárias, as despesas com pessoal tiveram uma queda real de 27% em comparação aos três meses iniciais de 1990.

Apesar do relativo equilíbrio das contas públicas no ano passado e início deste ano, isso não significa que elas estejam sob controle.

Para 1991, com o fim da indexação da economia — Plano Collor II — atingindo também os impostos e contribuições, o Governo projeta uma queda de 28% na arrecadação. Para enfrentar essa situação, em março, começou a preparar um profundo corte no seu orçamento, que poderá atingir até 7% das despesas consideradas comprimíveis, exceto os salários do funcionalismo e os encargos das dívidas interna e externa. Com isso, as autoridades econômicas pretendem evitar o reaparecimento do "deficit" público, que poderia ter surgido já no primeiro trimestre do ano, caso o Governo não tivesse retido parte dos recursos destinados ao Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), os quais se destinam ao pagamento do seguro-desemprego e de investimentos do BNDES e vêm do PIS/PASEP.

Com esse corte, a maior parte dos valores orçados para despesas de capital, para investimentos, para aumento de capital em empresas estatais e privadas, para transferências de recursos a órgãos públicos e para contratação de serviços de terceiros não será liberada.

Conclusão e perspectivas

O Governo deverá, nos próximos meses, continuar pautando a condução das políticas monetária e fiscal de forma a manter um cenário de desaquecimento econômico. Entretanto encontrará dificuldades constrangedoras em ambas as políticas.

Pelo lado da política monetária, o resultado obtido sobre o controle da oferta da moeda em 1990 não foi dos mais satisfatórios, pois a variação do M1 superou em muito a meta programada. Tal situação continuou a se verificar no primeiro trimestre deste ano, o que sinaliza dificuldades na execução da política econômica em 1991.

Essa situação torna-se mais preocupante caso se levar em conta que o PIB, em 1990, se reduziu 4,6% no País e que a inflação continuou elevando-se, a ponto de chegar ao patamar dos 20% em janeiro.

Como foi considerado um dos pontos fundamentais do Plano Collor I o combate à inflação via aperto da liquidez e, portanto, admitindo-se uma recessão, o presente cenário não condiz com a cartilha, pois uma expansão monetária da magnitude da ocorrida pode não influenciar no curto prazo a demanda agregada da economia, mas certamente sua consequência aparecerá algum tempo depois sobre os preços.

Em relação às expectativas, porém, o impacto da maior liquidez é instantâneo. Os agentes antecipam-se e passam a incorporar em seus padrões de comportamento a perspectiva de aceleração, decorrendo daí pressões inflacionárias imediatas.

Na área da política fiscal, são cada vez mais inquietantes os sinais de desconfiança no equilíbrio de caixa do Governo. Os "superávits" auferidos até aqui resultam sobretudo da paralisação quase completa dos investimentos e dos pagamentos dos encargos da dívida pública e, ultimamente, têm sido conseguidos também com o auxílio da retenção de parte dos recursos destinados ao Fundo de Amparo ao Trabalhador.

Ademais, as fontes do "deficit" fiscal brasileiro não estão apenas no setor público federal, mas no sistema previdenciário, nos estados, nos municípios e nas estatais. Portanto, a tentativa de controlar as pressões inflacionárias oriundas dos gastos públicos em geral ainda se acha longe de uma solução satisfatória.

Assim, acredita-se que as prioridades de ação para este ano, na política fiscal, deveriam passar por um aprofundamento da reforma administrativa, por um arrocho na contenção das despesas das empresas estatais, por uma aceleração do processo de privatização e por uma busca incessante do engajamento dos Governos dos estados e municípios no plano de austeridade dos gastos públicos.