

Emissão continua, enquanto não começa o ajuste

Enquanto o governo discutia o novo plano de combate à inflação, a emissão de moeda, alimento para a alta de preços, continuava praticamente sem controle no mês passado.

A base monetária, formada pelo papel-moeda em circulação mais as reservas bancárias, cresceu 36% em novembro, considerada apenas a média dos saldos diários, ou 41%, se for levada em conta a variação dos saldos de fim de mês.

Em qualquer caso, um ponto é claro: a emissão primária de moeda continua pelo menos a acompanhar, muito de perto, a elevação do nível geral de preços.

No jargão técnico, isso indica uma política monetária passiva, suficiente, no máximo, para ajustar a oferta de dinheiro à elevação dos preços correntes de bens e serviços.

Na melhor hipótese, a tentativa de administrar a moeda impede uma explosão incontrolável dos preços. Mas não impede seu aumento nem a aceleração das remarcações.

Em novembro, segundo o Ministério da Fazenda, a conta de caixa do

Tesouro foi fechada com superávit de CR\$ 52,9 bilhões, ou de CR\$ 60,7 bilhões, se forem excluídos do cálculo os pagamentos de juros da dívida interna ao Banco Central (BC).

Pelas contas do BC, as operações do Tesouro resultaram numa contração da base monetária de CR\$ 49,8 bilhões. Isso se explica, pelo menos de acordo com os dados distribuídos pelo Ministério da Fazenda, pela expansão da receita tributária, mais do que pela contenção da despesa.

Se o Tesouro, ao contrário do ocorrido em julho, agosto e outubro, favoreceu a contração monetária, outros fatores pesaram no sentido oposto, forçando o BC à emissão primária de dinheiro.

O principal desses fatores foi o saldo das operações do setor externo. Essas operações resultaram numa pressão equivalente a CR\$ 439,1 bilhões, de acordo com o relatório do BC. O impacto foi tão grande que, mesmo com o superávit do Tesouro e as vendas de títulos públicos, o ingresso de moeda estrangeira e outras operações de muito menor importância acabaram resultando, se-

gundo os cálculos de fim de mês, numa expansão de CR\$ 229,1 bilhões.

As operações do setor externo estão refletidas no aumento das reservas cambiais. Essa conta cresceu durante a maior parte do ano. De setembro para outubro, as reservas aumentaram de US\$ 20,1 bilhões para US\$ 22,2 bilhões, medidas pelo critério de caixa (valores disponíveis imediatamente). Pelo critério de liquidez internacional (com alguns ativos menos líquidos e outros mais voláteis), o saldo passou de US\$ 26,9 bilhões para US\$ 29 bilhões.

A acumulação de moeda estrangeira tem sido impulsionada por três fatores: a apetitosa taxa de juros, mais alta que a do mercado internacional, o baixo preço de ações nas bolsas brasileiras e o excesso de exportações sobre importações. Embora o superávit comercial deva ser menor que o do ano passado — a redução prevista é de US\$ 15,2 bilhões para US\$ 13,5 bilhões —, a diferença ainda é suficiente para exercer considerável pressão monetária.

Em dezembro, o saldo cambial será de novo amplamente positivo, se-

gundo os números até agora disponíveis. Até dia 14, o superávit deve ter alcançado US\$ 1,6 bilhão. As operações do setor externo, portanto, continuam forçando a emissão primária de moeda. Essa tendência dificilmente será revertida a curto prazo. Haverá fuga de capitais se aumentar a insegurança para os aplicadores estrangeiros, ou se a taxa de juros despencar. Nada está indicando uma ou outra dessas mudanças. Além disso, o saldo comercial tende a continuar amplamente positivo, se não houver um grave desajuste cambial, com grande valorização do cruzado real diante das principais moedas. Para completar, é difícil prever para dezembro novo superávit de caixa do Tesouro Nacional. Os passos iniciais da nova política de ajuste devem ser, portanto, estritamente ortodoxos, com esforço de redução da despesa.

Seria importante reduzir os juros, para frear o ingresso de capital especulativo e a acumulação de reservas, mas isso não será aconselhável antes de iniciado um claro movimento de arrumação das contas públicas.