

A saída está no câmbio livre

ANTONIO CARLOS LEMGRUBER

A inflação (medida pelo IGP-M) subiu muito em fevereiro, começou a baixar em março e verificou-se nova queda em abril. Como dizem alguns economistas, a segunda derivada está negativa desde março, ou seja, a inflação está desacelerando. Sem dúvida alguma, trata-se de uma fato importantsíssimo na batalha das expectativas. Mas o nível da inflação mensal ainda é muito alto — em torno de 20% — o que exigirá novamente taxas negativas na segunda derivada por vários meses, até atingirmos patamares mais civilizados, tais como 5% ao mês ou, preferencialmente, 1%, ou mesmo zero. Maio e junho, por exemplo, serão meses cruciais neste processo.

Uma queda gradual da inflação — com pequenas desacelerações mensais — é a hipótese atualmente veiculada pelas próprias autoridades econômicas, mas é claro que podemos imaginar, pelo menos em tese, um processo mais rápido de baixa, como já ocorreu por ocasião dos chamados "planos heterodoxos": março de 1986, julho de 1987, janeiro de 1989, março de 1990 e fevereiro de 1991. Nestes meses, a segunda derivada foi altamente negativa, mas acontece que poucos meses depois — em todos os cinco episódios — a inflação voltou a crescer fortemente.

Será possível obter uma queda mais rápida da inflação, de modo que ela chegue com rapidez a níveis bem baixos e, depois, mantê-la baixa? Entre 1986 e 1991, foi fácil baixar rapidamente a inflação, mas não foi possível mantê-la baixa. Em 1992, o processo de queda da inflação está sendo muito lento e doloroso, e ainda não sabemos se será possível estabilizá-la em níveis baixos. Quem pode dizer qual a inflação de julho, por exemplo?

Em artigo recebido publicado na "World Bank Economic Review", o economista Rudiger Dornbusch, ao analisar as experiências diversas de países com hiperinflação ou com inflação alta, faz algumas colocações que resumem bem as principais questões num programa de estabilização. Diz ele que uma política de rendas é necessária no começo de um programa de ajustamento para baixar a inflação, já que, sem esta política, haveria necessidade de uma redução da demanda agregada, equivalente a uma autêntica depressão. Por outro lado, Dornbusch enfatiza que o aspecto essencial da estabilização é a austeridade fiscal — uma condição necessária para manter a inflação baixa.

Estas observações podem ser aceitas ou criticadas, mas ajudam a organizar uma análise da experiência brasileira de 1986 para cá. O fracasso dos nossos planos heterodoxos pode ser atribuído à total ausên-

cia de austeridade fiscal e monetária, o que impediu a inflação de ser mantida em níveis baixos. Já a chamada ortodoxia atual não está isenta de problemas: basta ver o tamanho da recessão e das taxas reais de juros. A política atual enfrenta, adicionalmente, o problema de atribuir uma excessiva confiança no ajuste monetário, via taxas de juros, para baixar a inflação e as expectativas de inflação, enquanto os sinais provenientes da área fiscal em matéria de austeridade não são suficientemente fortes.

A grande maioria da sociedade deseja baixar a inflação muito mais rapidamente do que está ocorrendo em 1992, mas, por outro lado, quer manter esta inflação baixa, de modo que não se repitam as desilusões dos anos anteriores. Será que existem algumas modificações mais profundas no programa ortodoxo que possam produzir estes resultados mais satisfatórios?

O jogo começou em novembro de 1991, quando a inflação passou do patamar de 25% e o Governo começou a utilizarativamente a política monetária, colocando a taxa de *over* a TR bem acima da inflação do mês, após ter feito importantes modificações na política cambial em setembro e em outubro. Já estamos no meio do programa de estabilização, portanto. A primeira fase — de juros reais muito elevados — está em andamento desde então. Essa fase, porém, não pode ser prolongada em demasia, sob o risco de provocar uma quebra de generalizada no setor privado e de impactar sobre as próprias despesas financeiras do Governo. Este dilema entre a política monetária e o déficit público, por sinal, tem preocupado muito os economistas do FMI, como demonstram alguns artigos recentes escritos por Guilherme Calvo. O mês de maio já é indicativo de alguns sinais de esgotamento desta fase.

Parece chegado o momento de se praticar a **verdadeira ortodoxia**, ou seja, a crença no poder dos mercados livres e do sistema de preços. É preciso restabelecer imediatamente, de forma completa e irrestrita, a confiança no cruzeiro. Este certamente não é o momento para se fixar a taxa nominal de câmbio, como querem alguns, em busca de uma "âncora", mas é a hora certa e precisa para se estabelecer a conversibilidade do cruzeiro de forma total e, ao mesmo tempo, unificar a taxa de câmbio.

O cidadão brasileiro e o investidor estrangeiro precisam de liberdade total para comprar e vender a moeda nacional e a moeda estrangeira. Além disso, há necessidade de se eliminar rapidamente uma série de restrições e taxações existentes para aplicações de curto prazo em cruzeiros. Haverá um grande aumento da demanda pela moeda nacional, sem pressionar a taxa de juros. Pelo contrário, é razoável imaginar uma forte queda na taxa real de juros.

Um dos maiores economistas de todos os tempos, Irving

Fisher, disse o seguinte: "uma moeda irresgatável tem, inviavelmente, demonstrado ser uma maldição para o país que a adota". No seu último livro, Milton Friedman, repete esta frase de Fisher pelo menos cinco vezes ("Money Mischiefs", 1992). Esta frase tem martelado a cabeça de muita gente que se angustia com a lentidão do chamado ajuste ortodoxo. E por aí que podemos acelerar o processo: tornar a moeda inteiramente conversível. Neste mesmo instante do anúncio da conversibilidade, o nosso Banco Central deveria também anunciar um **guideline** no sentido de manter a taxa de câmbio fixa, em tempos reais, em relação a uma cesta das principais moedas, mesmo dentro de um regime de flutuação, mostrando-se pronto para comprar e vender a moeda estrangeira para qualquer um.

Afinal de contas, a inflação resulta, sempre e em qualquer lugar, de um excesso no crescimento da oferta nominal de moeda em relação à demanda real. Um aumento da demanda por cruzeiros — paralelamente ao programa de austeridade monetária e fiscal — poderá acelerar a sequência ortodoxa, baixando-se a inflação com muito maior rapidez. Até mesmo a hipótese de se pagar juros sobre todos os tipos de depósitos em cruzeiros deveria ser examinada, neste contexto de conversibilidade, de tal modo que não houvesse incentivo à dolarização para ninguém, independentemente do maior ou menor acesso à sofisticações financeiras.

O nosso atual "regime monetário" é baseado exclusivamente na moeda fiduciária, sem nenhum lastro real. Com esta moeda, o seu emissor não se compromete a trocá-la por nenhum bens; a moeda não pode ser registrada ou trocada por nada, a não ser por ela própria. E isto que será conveniente modificar a substituição da moeda fiduciária por um novo padrão ou regime monetário, para trazer de volta a disciplina e a confiança na moeda do país, pela criação de um lastro para se trocar a moeda. É claro que o Banco Central precisará ter reservas internacionais (ativos em moeda estrangeira) como lastro para a moeda brasileira. Esta é a melhor âncora, disciplinando a emissão de moeda — agora inteiramente conversível e resgatável — a partir do comportamento da taxa de câmbio e das reservas internacionais.

A decisão anunciada pelo Banco Central no último dia 5/05, de intervir no mercado flutuante de câmbio, representa um passo importante na direção da unificação, da conversibilidade e da correta participação do Banco no mercado. Mais um passo e podemos atingir o novo "regime monetário" de moeda resgatável e conversível, que se faz necessário para baixar com rapidez a inflação dos nossos cruzeiros.

Antônio Carlos Lemgruber foi presidente do Banco Central e é diretor do Banco