

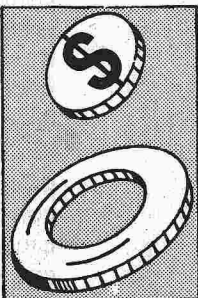
Estabilização vai exigir fórmulas complexas

Passado o tempo do congelamento, saída agora passa por planos como ajuste fiscal, unificação do câmbio e 'currency board'

Desindexação

O termo já é conhecido dos brasileiros. Desindexar a economia significa desvincular todos os reajustes de preços, salários, tarifas e câmbio dos índices de inflação. Os reajustes e contratos seriam negociados livremente. O governo também não vincularia a correção monetária a qualquer índice. Esta medida tende a ser adotada pela equipe econômica, mas só após os índices de preços caírem. Na verdade, qualquer tentativa de desindexação com inflação em alta seria um desastre com o congelamento de preços.

Vantagens — A ideia da desindexação é de que não vinculando preços a qualquer índice não haveria o desespero dos agentes econômicos em reajustar com base na inflação passada. A lógica seria cada um cuidar do seu próprio acompanhamento de custos e reajustar os preços em função disso. Muitos economistas consideram que a forte indexação da economia brasileira é a principal resistência à queda da inflação, já que tudo é reajustado no início de cada mês com base na inflação do mês anterior. Com isto, mesmo que os preços estejam em compasso de queda, a redução é mais lenta na medida em que toda a economia usa como parâmetro a



inflação passada. Ao se desvincular os reajustes desses parâmetros, a economia ficaria menos contaminada com a inflação. A maior distorção do processo é que até preços-símbolos, como a gasolina, servem de base a reajustes de produtos e serviços que nada têm a ver com isso, como o corte de cabelo, por exemplo.

Desvantagens — Não pode ser encarada como uma política para baixar a inflação, principalmente se o Orçamento não se apresentar em sólida situação de superávit. A não ser que a desindexação seja decidida por decreto. Isto, porém, poderia resultar em uma enorme desordem na economia. A desindexação já foi tentada, sem sucesso, no Plano Cruzado e no Plano Colôr, mas acabou resultando em um desastre para as finanças públicas.

É que os tributos não estavam sendo corrigidos com base em índices de inflação, e como ela existia de fato, apesar do congelamento geral, a arrecadação caiu brutalmente, gerando enorme déficit público e obrigando o governo a rever a decisão. Outro defeito da desindexação em uma economia de inflação alta é que os agentes econômicos tendem a buscar o índice mais alto para corrigirem seus preços.

Prefixação

É uma forma intermediária de desindexar. Preços, salários, tarifas públicas, câmbio e correção monetária continuam a ser reajustados, mas com uma estimativa inferior à inflação. Numa inflação de 35%, o governo estimaria, por exemplo, uma inflação de 30% no primeiro mês e os preços seriam reajustados nesse patamar. Nos demais meses os percentuais cairiam paulatinamente.

Essa prefixação de preços e salários poderia ser negociada ou imposta, mediante rígido controle de preços. A prefixação seria uma forma de se distribuir equitativamente o ônus do ajuste econômico entre governo, trabalhadores e empresários. Todos dariam a sua contribuição. A ideia é que mês a mês as expectativas de inflação seriam menores, e os preços iriam baixando gradativamente. A medida, porém, exige forte ajuste fiscal prévio.

Os agentes econômicos precisam ter certeza de que as contas públicas estão organizadas. Se o governo gastar mais do que arrecada, precisará invadir o espaço do setor privado, emitindo moeda para fazer frente a seus compromissos, desvalorizando a moeda, o que acaba desmoralizando a medida.

Vantagens — Teoricamente não haveria perdas para nenhuma das



partes. O que o empresário deixaria de aumentar de um lado, compensaria com reajustes menores de salários, juros, tarifas e correção monetária. Os salários também subiriam menos, mas manteriam seu poder de compra. O exportadores, por sua vez, ficariam com o câmbio equilibrado em relação à inflação, e não perderiam competitividade.

Riscos — É difícil fixar parâmetros de inflação. Há risco de vários preços estarem defasados. Além disso, se houver algum desequilíbrio nas finanças públicas, pode-se criar um enorme desajuste na economia. Se o governo prefixar a inflação em, por exemplo, 25%, e ela der 28%, terá que aumentar as taxas de juros para evitar uma fuga das aplicações financeiras para o consumo, já que os investidores perceberiam que estavam perdendo para a inflação. O aumento dos juros poderia inibir o crescimento e aumentar o endividamento público. A experiência mais drástica foi feita, em 1980, pelo ex-ministro do Planejamento, Delfim Netto, e resultou em fracasso.

Delfim prefixou o câmbio e a correção monetária em 50%, contando com uma inflação da mesma ordem. Ela bateu em 110%, as duas correções foram revistas para 55%, mas os investidores tiveram perda brutal nas aplicações de mais longo prazo.

Unificação e liberação do câmbio

A unificação do câmbio, anunciada pelo ministro da Fazenda, Fernando Henrique Cardoso, significa adotar uma política de aproximar as cotações do dólar comercial e do dólar flutuante, o que pode ser feito através de um ajuste diário nas taxas pelo Banco Central. A tendência, nesse caso, é de queda na cotação do flutuante, que se aproxima do comercial. A ideia que está implícita na proposta é a liberação gradativa do mercado de câmbio. A perspectiva é de que o governo vá eliminando as restrições à entrada e à saída de divisas estrangeiras do país, à negociação de moeda estrangeira e à indexação de contratos ao dólar. Os exportadores deverão ser os primeiros a poder movimentar contas em dólar.

A liberação do mercado tira do BC a obrigação de controlar administrativamente o câmbio, que passa a poder flutuar de acordo com o mercado. Mas isso não significa liberdade total. Em todos os países onde o câmbio é livre, o BC atua sempre que o dólar está muito acima ou muito abaixo do considerado saudável para as contas do país.

Vantagens — A unificação e a liberação do



câmbio recebem aplauso geral. Há quem veja nessa dobradinha um mecanismo capaz de, por si só, criar expectativas favoráveis a ponto de fazer a inflação começar a declinar — desde que, paralelamente, o governo vá fazendo as reformas estruturais necessárias e promovendo o ajuste fiscal. Além disso, o mercado livre provocaria queda nos juros, na medida em que o BC não teria que fazer frente à conversão de dólares em cruzeiros.

A conjugação das duas medidas também é aplaudida pelos defensores de medidas complementares, como a adoção de uma âncora cambial, que consideram ser este o primeiro passo para viabilizá-la.

Riscos — Mesmo quem aplaude a unificação do câmbio e sua progressiva liberação alerta para a necessidade de cautela nesse processo. Ele não pode ser acelerado e, principalmente, tem que ser acompanhado por medidas de ajuste fiscal que formem expectativas favoráveis quanto ao comportamento da inflação. Sem isso, a qualquer solução da economia a especulação com moeda estrangeira pode ser muito grande.

CONSUELO DIEGUEZ E LUCILA SOARES

Já se foi o tempo em que a grande discussão em época de inflação ascendente era se o governo faria ou não um congelamento. Hoje pouquíssimas pessoas acham que esse desgastado instrumento será usado mais uma vez. As alternativas cogitadas para a estabilização da economia são muito mais complicadas.

Algumas foram desencavadas de textos acadêmicos escritos por membros da equipe econômica. As primeiras a virem à tona foram a dolarização e a âncora cambial, por conta de um artigo do atual diretor da Área Externa do Banco Central, Gustavo Franco. Depois, prefixação, baseada na proposta de política de rendas defendida por Edmar Bacha, assessor do ministro Fernando Henrique Cardoso.

Mais recentemente, entrou em cena o *currency board* do negociador da dívida externa, André Lara Resende, que junto com Bacha e Pêrsio Arida, presidente do BNDES, forma um trio de pais do Plano Cruzado, que arrepiou os que temem a adoção de medidas de impacto contra a inflação. Para Paulo Guedes, do Banco Pactual, se a intenção do ministro não era fazer um choque, foi um erro nomear Lara Resende e Pêrsio Arida, que apesar do fracasso do Plano Cruzado continuaram por muito tempo defendendo medidas intervencionistas. Com isso, avalia, o temor de um choque provocou um aumento de no mínimo três pontos na inflação de agosto.

Ajuste fiscal — Esse fogo cruzado tem estressado o ministro da Fazenda, que pelo menos uma vez por semana é obrigado a garantir publicamente que não fará choque algum e que sua prioridade é o ajuste fiscal. A importância que Fernando Henrique dá ao ajuste tem o apoio de dez entre dez economistas. Para Paulo Guedes e também para José Julio Senna, ex-diretor da Dívida Pública do Banco Central, a equipe econômica deveria se concentrar exclusivamente nesse ponto.

Senna diz, inclusive, que a adoção de medidas destinadas diretamente a baixar a inflação pode prejudicar a negociação do ajuste: "Os políticos preferem sempre o caminho mais fácil. Se a inflação estiver em queda, eles vão desistir imediatamente das medidas impopulares e necessárias para a solução definitiva da crise."

Guedes vai além, e acha que será uma irresponsabilidade a equipe "insistir em fazer da população um laboratório para suas ideias acadêmicas, como ocorreu no Plano Cruzado". Um ponto essencial, na opinião dos dois, é a transformação do Banco Central em uma instituição independente, imune a pressões políticas por gastos do governo. A separação das contas do Tesouro e do BC, diz Senna, foi o primeiro passo nesse sentido e é nessa direção que o governo deve seguir.

Privatização — Junto a isso, é preciso aprofundar e ampliar o programa de privatização e conseguir aprovar, ainda este ano, uma reforma fiscal. Ninguém discorda do ajuste. Mas cresce o time dos que defendem medidas de combate à inflação que possam ser tomadas durante o processo. A própria equipe econômica já começa a sinalizar que o ajuste será feito antes, durante e depois da estabilização da economia.

A necessidade de um processo gradual afasta as ideias de dolarização e de *currency board*, na opinião do professor Luis Roberto Cunha, da PUC do Rio. "São dois caminhos sem volta", diz, defendendo medidas compatíveis com a negociação política do ajuste. A liberação do câmbio é um primeiro passo para reverter expectativas negativas, e pode ser conjugada a uma política tarifária de reajustes desvinculados da inflação. Cunha acredita que, com essa sinalização, o governo poderia moderar os reajustes da iniciativa privada.

O diretor do Centro de Estudos Mundiais da Fundação Getúlio Vargas, Carlos Langoni, fala em "miniâncora cambial". O governo promoveria uma desvinculação entre a variação do câmbio e a taxa de inflação e adotaria esse indexador para as tarifas. A tendência dos demais preços seria seguir esse comportamento, em sua opinião.



Senna: Banco Central deve ser independente e ser imune a pressão política para gastos



Guedes: equipe deve se concentrar apenas em implantar medidas para o ajuste fiscal



Cunha: a dolarização e o 'currency board' são dois caminhos que não permitem volta

Plano requer ajuste

ELI TEIXEIRA

Em Brasília, o secretário de Política Econômica do Ministério da Fazenda, Winston Fritsch, um dos responsáveis pelas medidas de combate à inflação a serem anunciadas pelo ministro Fernando Henrique Cardoso, olha a lista de alternativas para economistas nos últimos meses e dá seu veredicto: "Todas elas, para que deem certo, exigem um ajuste fiscal. É por isso que estamos lutando pelo ajuste."

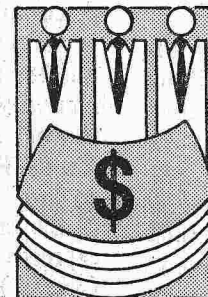
Fritsch classifica as propostas em dois grandes grupos. No primeiro está a *Currency Board*, ou seja, duas moedas (uma forte e o cruzeiro real) e no segundo ele agrupa prefixação de câmbio, preços, salários e correção monetária, além do congelamento. "A *currency board*, na mesma linha da dolarização argentina, tem um inconveniente sério — impede o governo de emitir dinheiro ou financiar o Tesouro. Isso amarra as mãos de qualquer governo."

Para evitar qualquer especulação, Fritsch se recusa a avançar em seus comentá-

rios. "Existem dezenas de dezenas de alternativas, de âncoras, para segurar a inflação, mas nenhuma carrega o milagre de se resolver os problemas sem o equilíbrio das contas do governo". E acrescenta: "Se isso existisse, todos os países do mundo que tiveram problemas de inflação não teriam dispensado esse mecanismo e ele seria extremamente conhecido."

Congelamento de preços? "Sem ajuste fiscal, vimos o que aconteceu no Plano Cruzado." Para ele, além de tudo, o governo não tem condições de fazer cumprir um congelamento e nem a população se sente hoje disposta a fiscalizá-lo. Congelamento sem ajuste é o caminho mais curto para o desabastecimento e a desmoralização de um programa de estabilização, conforme o secretário de política econômica. Prefixação? "Só o governo acaba cumprindo a prefixação, o que a torna inócua e ainda trás problemas para o Tesouro". Mais que isso, Fritsch não fala, "porque qualquer coisa serve para alimentar boatos e especulações".

'Currency board'



Esse é o mais novo termo incorporado à já extensa nomenclatura do economês e ao elenco de medidas possíveis de serem adotadas pela equipe econômica. *currency board*, em tradução literal, quer dizer conselho de moeda. É um sistema pelo qual se cria uma nova moeda com paridade a algum ativo forte, como o dólar. O termo pode ser novo para muitos, mas a ideia é antiga. Foi um sistema usado pela Inglaterra e suas colônias na África e na Ásia, tendo o ouro como parâmetro. A possível adoção da medida no Brasil começou a ser discutida no mercado por ter sido defendida pelo economista André Lara Resende, atual negociador da dívida externa brasileira, em recentes artigos. Resende, no entanto, fez alguns enxertos na proposta.

Seria a convivência, por um determinado período, de duas moedas — a nova, com paridade em dólar, que está sendo chamada de dólar Brasil, e a velha, que seria o cruzeiro real. A diferença é que a emissão de dinheiro na moeda nova só ocorreria em função da variação das reservas cambiais do país, hoje de US\$ 26 bilhões. O Tesouro não

poderia gastar além do que arrecada, porque a emissão de dinheiro estaria limitada ao comportamento das reservas. O cruzeiro novo continuaria existindo, só que sua tendência seria desaparecer, já que a maioria das pessoas iria preferir trocá-lo pelo dólar Brasil, que seria uma moeda forte, sem inflação.

Vantagens — Isola a moeda nova de ingerências políticas. Não poderiam ser feitos gastos às custas de emissão de dólar-Brasil. Além disso, tendo paridade com o dólar, a inflação seria praticamente zero nessa moeda. Com o desaparecimento gradual do cruzeiro novo, restaria uma moeda forte, saneada e sem inflação.

Desvantagens — Em um primeiro momento, o empobrecimento geral dos brasileiros. É que haveria uma corrida para o dólar-Brasil. Como existem reservas no valor de US\$ 25 bilhões, contra cerca de US\$ 100 bilhões em cruzeiros entre conta corrente e aplicações financeiras, o dólar-Brasil tenderia a se valorizar frente ao cruzeiro. Quem perderia mais seriam os mais pobres, que ficariam com o dinheiro valendo menos. Os preços em cruzeiros tenderiam a se elevar.

Dolarização



É uma das ideias que mais deram pretexto a especulações na história recente do Brasil. O dólar passa a ser o lastro da emissão de moeda, ou seja, para cada unidade emitida o Banco Central tem que ter um dólar de reserva. Por isto, a moeda nacional é equiparada ao dólar e o governo garante a livre convertibilidade: teoricamente, se todo mundo decidir trocar a moeda nacional pela americana, o BC tem condições de atender. Todos os contratos passam a ser indexados ao dólar.

Vantagens — Em economias onde uma parte considerável dos preços é atrelada ao dólar, a equiparação da moeda nacional à americana provoca uma brusca queda da inflação, sem necessidade de congelamento, já que a variação cambial passa a ser nula. Da mesma forma, não há necessidade de quebra de contratos e outras medidas traumáticas, facilitando a negociação política para outras reformas que se façam necessárias. A Argentina dolarizou sua economia em 1991 e, desde então, vem registrando inflação abaixo de 2% ao mês. Em agosto deste ano, o índice foi zero.

Riscos — Uma dolarização à

brasileira enfrentaria de imediato dois problemas. As reservas cambiais do país são confortáveis, mas precisariam ser pelo menos o dobro para garantir a convertibilidade — chave da credibilidade de um programa desse tipo. Além disso, a gama de preços atrelados ao dólar é muito menor do que era na Argentina, onde a hiperinflação tinha transformado a moeda americana no único indexador seguro. Em consequência, seria grande o número de preços que continuaria a subir, provocando rapidamente uma defasagem cambial.

Mesmo na Argentina, a defasagem do câmbio está prejudicando as exportações, encarecendo o custo de vida e provocando um intenso descontentamento dos assalariados, cujos salários só estão sendo reajustados por produtividade, enquanto a inflação desde o início do plano é superior a 40%.

Existe ainda um problema importante: para que só se emita dinheiro com lastro em dólar, o saneamento das finanças públicas é básico. Enquanto o governo tiver que recorrer a emissões para cobrir déficits, nenhum programa desse tipo tem futuro. E no Brasil ainda temos muito caminho pela frente nessa área.

Âncora cambial



A ideia de âncora em economia vem da navegação: um instrumento que puxa para baixo, freando um movimento. Na âncora cambial, o dólar é esse instrumento destinado a puxar a inflação para baixo. A versão mais usada é a dolarização plena, adotada na Argentina.

Quem fala em âncora cambial está falando em uma política mais moderada, que na verdade é uma prefixação do câmbio: estabelecem-se metas para a desvalorização do cruzeiro frente ao dólar, desatrelando-a da inflação. É uma medida parecida com a que foi adotada para os salários, que são reajustados pela inflação menos dez pontos percentuais.

De imediato, o governo poderia passar a reajustar tarifas públicas pelo câmbio, estimulando a adoção desse novo indexador pela iniciativa privada. Deve ser precedida da liberação e unificação do câmbio, passando a existir só um mercado.

Vantagens — O lançamento de uma âncora cambial tem como principal atrativo o fato de não ser um choque. Portanto, não descredita o governo caso sua adoção fosse decidida. Além dis-

so, é uma medida compatível com vários desdobramentos futuros, inclusive a desindexação já anunciada pela equipe econômica.

Para seus defensores, a âncora cambial é um instrumento maleável. O governo pode graduar seu peso, enquanto vai fazendo os ajustes em suas contas e negociando as mudanças estruturais necessárias. Em condições favoráveis, o caminho para a desindexação pode ser mais rápido. Se as dificuldades políticas forem muitas, pode-se optar por andar um pouco mais devagar.

Riscos — Em relação aos choques que povoam os pesadelos de muita gente, a âncora cambial oferece riscos relativamente baixos. O calcanhar de Aquiles é o setor exportador, cujo bom desempenho tem contribuído para manter altas as reservas do país. Se errar na dose, o governo pode provocar rapidamente uma defasagem cambial, tornando os produtos brasileiros pouco competitivos no exterior. Outro risco é o governo não conseguir atrair outros formadores de preço — principalmente os oligopólios — para esse novo indexador.