

Em defesa da âncora

RUBENS PENHA CYSNE *

Um Congresso que aprovou algo esdrúxulo como o IPMF certamente aprovará uma agenda mínima para a reforma fiscal. Suponhamos, assim, que o equilíbrio das contas do governo seja possível até o final do ano e que a população nele acredite.

Para não se contradizer, o governo se verá então obrigado a atacar de forma mais direta a inflação. Dadas as elevadas taxas de inflação mensal com as quais temos convivido, a indexação defasada, o baixo percentual de produtos com preços atrelados ao dólar, bem como, fundamentalmente, a instabilidade política existente no Brasil, um congelamento cambial à Argentina, embora gere resultados confortáveis nos primeiros meses, não se mostra tecnicamente adequado. Esta opção envolveria uma propensão ao risco demasiado elevada por parte da equipe econômica: a queda das reservas ao final de seis meses geraria um verdadeiro pandemônio social.

Uma prefixação do câmbio com desvalorizações decrescentes mês a mês poderia ajudar a segurar a inflação até a reforma fiscal, mas não resolveria o problema. Os resultados de tal política em 1980 foram bastante ruins.

A alternativa tecnicamente viável, por outro lado, tem o grave inconveniente de não se compatibilizar com o calendário político. Se implantada ao início de dezembro, seus resultados sobre a inflação só se fariam sentir após um período de três a seis meses, e os resultados sobre a retomada do crescimento sustentado a partir de 1995. Cabe ao ministro da Fazenda convencer a sociedade de que esta é a opção mais indicada, e lutar por ela. A opção é a âncora monetária. Como pré-condição adicional ao ajuste fiscal, coloca-se apenas a separa-

ção final das contas do Tesouro e do Banco Central.

No inicialmente doloroso processo de ancoragem monetária, o governo, após o ajuste fiscal, deixará o câmbio flutuar e suspenderá várias barreiras à migração de capitais hoje existentes. Uma política de rendas que traga salários à média, tendo em vista a inflação residual esperada, reduzirá em parte os traumas do ajuste. Tal como hoje ocorre, por exemplo, no Uruguai, os bancos serão autorizados a abrir contas em dólares e os cidadãos brasileiros disporão de muito maior flexibilidade (embora não irrestrita) para realizar aplicações financeiras no exterior. Tal liberalização cambial, que deve se dar de forma gradual, é importante para que haja um mecanismo estabilizador das taxas de juros, uma vez que o Banco Central passe a controlar severamente a expansão monetária. É claro, também, que esta mudança de regime monetário deve ser efetuada de forma pré-anunciada, possibilitando a necessária elevação das reservas bancárias livres. Exceto no setor público e na fixação do salário mínimo, não haverá política salarial, mas apenas livre negociação.

Infelizmente, este ajuste dos juros e da inflação se dá através de uma recessão. Quando os juros sobem, o cruzeiro se valoriza frente ao dólar, as exportações, o consumo e o investimento caem, e as importações aumentam. Todos estes fatores contribuem para reduzir a renda, trazendo os juros de volta a seu patamar inicial. A ancoragem monetária ortodoxa nunca será acompanhada da felicidade geral

pós-Plano Cruzado. Mas também não precisará se fazer acompanhar de planos de nomes surrealistas como Cruzadinho, Cruzado II, Bresser, Verão, Collor I ou Collor II, sem que, ainda assim, resolva de vez o problema que se propôs a debelar. O tranco é ruim e doloroso, mas as alternativas são todas piores.

A ancoragem monetária apresenta uma vantagem muito grande em relação à ancoragem cambial: ela pode ser monitorada dia-a-dia e não implica colapso econômico se qualquer reviravolta política de grande impacto obrigar o governo a desistir da trajetória pré-anunciada.

A inflação demora mais a ceder do que na alternativa de ancoragem cambial, mas, quando o faz, o país não se encontra engessado como na Argentina, onde a qualquer momento uma redução do crédito externo pode provocar uma corrida contra o peso, desvalorização cambial e colapso do plano de estabilização. A ancoragem monetária também apresenta risco. Não econômico, mas político. Não de longo prazo e irreversível, mas de curto prazo.

Por último, uma palavra aos exportadores e/ou substituidores de importação. Não se oponham à ancoragem monetária baseados no fato de a combinação de juros altos com câmbio flexível implicar valorização cambial. Ela será intensa, mas controlável e de curto prazo. Muito pior seria a alternativa de congelamento cambial, onde o governo guarda o valor do dólar em um cofre e joga fora a chave.

**A adoção da
âncora pode
vir a ser
dolorosa,
mas as
alternativas
são piores.**

* Professor da Escola de Pós-Graduação em Economia da FGV e, no momento, pesquisador visitante da Universidade de Chicago.