

PERSPECTIVA  ECONÔMICA

## 163 Ajuste fiscal, câmbio e confiança

André Lara Resende (\*)

**Repetir o  
programa  
argentino  
seria equívoco**

A política cambial continua a provocar controvérsia. O debate anda muito confuso. Me pergunto se poderia ser diferente. O tema é conceitualmente difícil. Há muitos interesses em jogo. Interesses políticos e econômicos. A discussão pelos jornais tende a ser truncada e não ajuda a formação de consenso. Muito se tem escrito e nem sempre de forma clara.

Uma exceção é o artigo do professor Mário Henrique Simonsen na última revista Exame. Simonsen faz uma defesa da âncora monetária em lugar da âncora cambial. Tenho opinião diferente, mas é um alívio encontrar bem formulado o argumento que se deseja rebater.

Simonsen começa por argumentar que fixar metas monetárias imediatamente após uma brusca queda da taxa de inflação é mais fácil do que parece. O erro seria o de tentar controlar a Base, cuja demanda tem fortes flutuações sazonais, quando se deveria controlar um agregado monetário mais abrangente. Trata-se de uma tese discutível e rejeitada exatamente pelos que defendem a âncora monetária. Se é para controlar um agregado monetário, deve-se controlar o que é exógeno — de fato, a Base — e não um que tenha grande componente endógeno. O câmbio fixo adicionaria dificuldades operacionais às dificuldades da escolha do agregado monetário a ser controlado. Simonsen defende, portanto, o sistema de câmbio flexível.

Em seguida, Simonsen reconhece que o câmbio fixo, com conversibilidade e paridade de um por um, à moda argentina, dá certa credibilidade. Reconhece também que a maioria das experiências bem-sucedidas de estabilização de grandes inflações se baseou na âncora cambial. Quais seriam então as razões para não se adotar a âncora cambial? Segundo Simonsen são duas.

Primeiro, as condições brasileiras seriam diferentes das dos demais países que passaram por grandes inflações. No Brasil não houve a substituição da moeda

nacional pela moeda estrangeira, mas pelas contas remuneradas e por outros ativos financeiros de alta liquidez. A indexação permitiu que os mercados continuassem a funcionar sem referência ao dólar. Sendo uma economia continental, com baixo grau de abertura ao comércio exterior, o câmbio fixo teria menor impacto sobre o nível geral de preços, ainda que viesse a estabilizar os preços dos bens internacionalmente comerciáveis. Em síntese, o Brasil seria uma economia cuja referência ao dólar é insuficiente para que se possa contar exclusivamente com o câmbio fixo para estabilizar os preços. Estamos de acordo.

A segunda razão de Simonsen é a que é, de fato, importante. Segundo ele, para que a âncora cambial pudesse dar certo, seria indispensável um ajuste fiscal muito mais profundo que aquele que até agora se vislumbrou. Eis a verdadeira razão para não se adotar a âncora cambial: um profundo ceticismo quanto à capacidade de o País fazer o que todos sabem ser condição da estabilidade. Sem um profundo ajuste fiscal não há âncora nominal que se sustente. Seja ela monetária ou cambial.

É possível descrever com precisão, como o faz Simonsen, a derrocada da economia com câmbio fixo na ausência do ajuste fiscal. A queda da inflação e o fim do imposto inflacionário provocam um aumento do consumo privado. Sem aumento da poupança do setor público, isto é, superávit fiscal, a economia entra em superaquecimento. O balanço comercial e a conta corrente se tornam deficitários até que a perda de reservas internacionais provoque um ataque especulativo contra o câmbio. Quando a desvalorização se torna inevitá-

vel, a inflação volta com toda força, os setores de bens comerciáveis estão destruídos e a crise é mais profunda do que antes da triste tentativa de se ancorar sem ajuste fiscal.

Infelizmente, também é perfeitamente possível descrever o desastre do câmbio flexível com âncora monetária sem ajuste fiscal. O início é semelhante. Sem o imposto inflacionário, o consumo privado aumenta. Para evitar o crescimento da oferta de moeda, o Banco Central põe os juros nas nuvens. O investimento em capital fixo desaparece. Com a entrada de capitais especulativos atraídos pelo diferencial entre os juros internos e os externos, o câmbio se valoriza brutalmente. Os setores que competem com as importações e o exportador sofrem impacto mais cedo e ainda mais duro do que no caso da âncora cambial. Com o balanço comercial brutalmente deficitário, reverte-se o fluxo dos capitais especulativos. O câmbio se desvaloriza, a inflação volta, mas a produção e o emprego industrial não.

Se na ausência do ajuste fiscal não há como estancar a inflação e estabilizar definitivamente a moeda, por que defender a âncora monetária e temer a âncora cambial? A resposta me parece clara. A chamada âncora monetária é algo difuso, pouco transparente para o grande público. É sempre possível argumentar que a meta não foi cumprida porque a definição do agregado monetário era inapropriada. Pode-se brincar com os valores de fim de período ou com as médias mensais; pode-se usar dados sazonalizados; pode-se argumentar que houve deslocamento saudável da demanda por moeda e assim por diante. Em relação à âncora cambial, entretanto, não tem conversa. Se o câmbio é fi-

xo, é fixo e acabou. Todos compreendem e todos percebem imediatamente se ela vier a ser abandonada.

Eis aqui a verdadeira razão para que os céticos cautelosos tenham pavor da âncora cambial. Se não acreditamos que o ajuste fiscal será feito e não acreditamos na estabilização definitiva, melhor não brincarmos de câmbio fixo. E aqui estamos, mais uma vez, totalmente de acordo. Como os agentes na sociedade não são bobos, mesmo sem entender intrincados argumentos econômicos sobre âncoras nominais, percebem que por trás da resistência ao câmbio fixo e à conversibilidade está a falta de confiança na estabilidade da moeda.

O professor Simonsen está certo ao argumentar que no Brasil as condições são diferentes das da Argentina. Aqui não estivemos tão perto da hiperinflação aberta e não chegamos ao uso corrente do dólar. Trata-se, contudo, de um ponto a nosso favor. O uso da moeda estrangeira, que a Argentina oficializou ao permitir a circulação simultânea do peso e do dólar, é um problema grave. O estabelecimento de uma paridade constitucional fixa de um-para-um torna-se uma séria restrição à autonomia da política econômica de um país que tenha levado a bom termo o ajuste fiscal e estabilizado os preços. Por isso mesmo é que repetir o programa argentino seria um equívoco.

Mas que não se tenha dúvidas: é preciso estabelecer uma taxa de câmbio dentro dos limites de uma banda estreita, por um período relativamente longo de tempo previamente anunciado. Deve-se simultaneamente fazer o ajuste fiscal requerido para sustentá-la sem recorrer por muito tempo a taxas de juros exorbitantes. Tudo mais é mera demonstração de falta de confiança ou de falta de compromisso com a estabilização. E assim será entendido.

(\*) Sócio do Banco Matrix e ex-diretor do Banco Central.