

TEXTO PARA DISCUSSÃO

N° 99

**Plano Real:
âncoras e
desafios**

**Caio Cesar Lock
Prates da
Silveira**

**Novembro de
1994**

Plano Real: Âncoras e Desafios

Caio César Lock Prates da Silveira

Novembro de 1994

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	3
2. A TERCEIRA ETAPA DO PLANO REAL	5
3. DESEMPENHO INICIAL DO REAL	11
4. AQUECIMENTO E RISCOS DE REINDEXAÇÃO	14
5. SOBREALORIZAÇÃO CAMBIAL	18
6. CONTROLE DA LIQUIDEZ	25
7. PERSPECTIVAS	27

1. INTRODUÇÃO

A reforma monetária de 1º de julho assinalou o início da etapa decisiva do Plano Real, a da estabilização propriamente dita. Anteriormente, duas etapas preparatórias procuraram criar as bases para a estabilidade de preços. A primeira consistiu na aprovação de medidas fiscais - em particular, o Fundo Social de Emergência - que viabilizaram um ajuste das contas públicas reconhecidamente precário, mas suficiente, aparentemente, para garantir a consistência fiscal da política de estabilização neste ano. A segunda, realizada entre março e junho, visou promover a mais ampla indexação possível da economia a um novo indexador, a URV, através do qual a futura moeda já se fazia presente nas relações econômicas como unidade de conta. Deste modo, a transformação da URV em moeda (com a agregação da função de meio de pagamento a este indexador) produziria uma desindexação automática de salários, preços e contratos de serviços em geral. Tratava-se, grosso modo, de reproduzir de forma programada o que costuma ocorrer espontaneamente nas hiperinflações: a indexação generalizada da economia a uma unidade de conta tida como estável (no caso das hiperinflações diretamente o dólar), que pode, em seguida, coordenar a interrupção súbita do processo inflacionário.

Idealmente, a criação da nova moeda somente teria ocorrido após a conversão maciça dos preços para URV e a inercialização da inflação. Assim, a estabilização ficaria sendo a extensão natural de uma estabilidade de preços previamente adquirida em URV. Contudo, a reforma monetária acabou sendo feita sem estas condições ideais. Grande parte dos preços no varejo passou diretamente de cruzeiros reais para reais. E a aceleração da inflação em junho e a dispersão dos preços na entrada do real (com diferenças bastante acentuadas para um mesmo produto) evidenciam que, sobretudo no varejo, o alinhamento de preços relativos buscado na segunda etapa do plano não foi plenamente conseguido.

Ainda assim, a segunda etapa do Plano Real trouxe benefícios inegáveis para a estabilização, com a URV revelando-se um mecanismo eficiente (e original) para desindexar a economia e derrubar a inflação. Através desta fase de transição, a economia pôde dispor de um período de adaptação à futura moeda, que ajudou, sem dúvida, a contornar dificuldades para a estabilização que surgiriam no caso de um desindexação abrupta, ao estilo dos planos anteriores.

No caso dos salários, sua conversão compulsória para URV, determinada logo no início da segunda etapa do plano, possibilitou a eliminação da indexação mensal dos salários na passagem para o real (substituída pela indexação anual) sem maiores resistências políticas a esta medida. Ao invés de ser objeto de lei específica com esta finalidade, a ruptura com a sistemática anterior de indexação - medida de difícil aceitação política e que sempre gerou, nos planos precedentes, demandas judiciais pela "perda" de um mês de inflação - passou a ser conseqüência da própria urvização dos salários. Ou seja, a superindexação dos salários, via URV, significou também sua desindexação automática da inflação em cruzeiros reais quando a URV se transformou no real.

Outro fator relevante no período da URV como preparação para a estabilidade de preços foi a manutenção pelo Banco Central de uma paridade fixa entre o dólar e a URV. Além de dar mais credibilidade ao novo indexador, este procedimento proporcionou uma referência importante para os

preços em URV. Deste modo, desde sua segunda etapa, o plano passou a contar com a âncora cambial como indutor da estabilidade de preços em URV/real.

A etapa da URV também favoreceu a estabilização por abrir espaço para negociações de preços ao longo da cadeia produtiva e entre indústria e comércio. Com isto, problemas, como a eliminação do componente inflacionário dos preços a prazo e a perda em determinados setores dos ganhos financeiros derivados do *floating*, foram antecipados para esta fase, permitindo que as empresas se preparassem melhor para uma situação sem inflação. Embora a urvização dos preços no varejo tenha sido débil, nos preços industriais no atacado verificou-se um quadro distinto: sua conversão para URV foi bastante ampla, chegando, segundo algumas estimativas, a cerca de 90% destes preços. Por ser fruto de negociações entre as empresas, a urvização dos preços no atacado deixou-os, certamente, em posição mais sustentável agora em real, do que ocorreria no caso de uma interrupção súbita da alta dos preços através de um congelamento.

Finalmente, um aspecto importante a destacar na preparação do real refere-se à natureza do ajuste fiscal proporcionado pelas medidas aprovadas na primeira etapa do plano. Após as diversas tentativas frustradas de estabilização, tornou-se freqüente argumentar, nos últimos anos, que sem uma reforma fiscal estrutural prévia, que equilibrasse de forma permanente as finanças públicas, nenhum programa de estabilização poderia ter êxito. Por este critério, não há dúvida que o Plano Real estaria fadado ao fracasso: dadas as restrições políticas e constitucionais para medidas mais profundas, o ajuste fiscal obtido é tipicamente transitório e, quando muito, permitirá um equilíbrio de caixa das contas públicas neste ano.

Ocorre que a experiência internacional não confirma a tese de que uma reforma fiscal estrutural deveria necessariamente preceder a estabilização. Em geral, em países que passaram por crises inflacionárias semelhantes à nossa, o ajuste fiscal realizou-se, em boa medida, após a estabilização, sendo o apoio político para o ajuste largamente favorecido pelo sucesso do programa antiinflacionário.

Por certo, a consistência do programa de estabilização depende de que, desde seu início, seja eliminado o financiamento monetário do déficit, como sempre ocorreu nas experiências bem sucedidas. Mas nada impede que isto seja obtido, inicialmente, através de um rígido ajuste de caixa que dispense o governo de emitir moeda para se financiar, e não por um equilíbrio permanente das finanças públicas. Este ajuste, aliás, não significa necessariamente zerar o déficit, desde que fontes não monetárias possam financiá-lo. A experiência argentina de estabilização ilustra bem estes pontos. Quando o Plano Cavallo foi decretado, a situação fiscal estava longe de ser sólida: o déficit operacional do setor público era de cerca de 2% do PIB e empréstimos externos e, sobretudo, a receita com a privatização foram utilizados para financiar o déficit remanescente pós-estabilização. No entanto, apesar do quadro fiscal inicial precário foi possível manter a inflação bastante baixa desde o começo do plano de estabilização, e, atualmente, já passados três anos e meio do plano, a inflação acumulada nos últimos doze meses encontra-se abaixo de 4%.

2. A TERCEIRA ETAPA DO PLANO REAL

Para a etapa da estabilização propriamente dita, a percepção dominante, desde o anúncio das linhas básicas do programa antiinflacionário em dezembro de 1993, era que o Plano Real acabaria tendo características semelhantes às do Plano Cavallo, ainda que sem sua rigidez. As medidas anunciadas na criação do real acabaram, porém, dando menos ênfase do que o esperado à âncora cambial como instrumento para obter-se a estabilidade de preços. Tornaram, em particular, o Plano Real substancialmente diferente do programa argentino.

Elementos básicos do Plano Cavallo, como a livre conversibilidade da moeda e a subordinação da emissão monetária ao aumento das reservas internacionais, encontram-se ausentes do plano brasileiro. Além disso, não há no nosso caso um compromisso rígido (por lei) com o câmbio fixo. Ao invés disso, optou-se por um sistema de câmbio flutuante, em que R\$ 1,00 passou a ser a cotação máxima de US\$ 1,00, mas abaixo deste teto o Banco Central deixaria efetivamente o câmbio flutuar. E mesmo este teto poderia ser, se necessário, alterado a qualquer momento por mera decisão administrativa.

Quanto à política monetária, o Plano Real preferiu preservar um espaço razoável para a ação discricionária do Banco Central, ao contrário do que ocorreu na Argentina. Lá, a instituição de um regime de moeda lastreada retirou, na prática, o arbítrio do governo na gestão monetária, e a variação do estoque de moeda passou a se dar basicamente em função do comportamento das reservas internacionais. Ao invés da passividade da oferta de moeda inerente ao regime do tipo padrão-ouro adotado na Argentina, a opção do Plano Real foi outra: praticar uma política monetária ativa, sujeita, inclusive, a limites por lei, para a emissão de moeda.

Na tentativa de dar mais credibilidade à nova moeda, a MP 542 fixou limites para a expansão da base monetária e condicionou-a ainda a existência de lastro nas reservas internacionais do país. O Banco Central somente poderá emitir R\$ 7,5 bilhões até 30 de setembro, R\$ 8,5 bilhões até 31 de dezembro e R\$ 9,5 bilhões até 31 de março, com variação tolerada de 20% em relação a estes tetos. Além disso, a emissão monetária dependeria de prévia destinação de reservas internacionais, em valor equivalente, para lastro da moeda. Da forma definida, contudo, o lastro tornou-se meramente simbólico, não se constituindo numa regra de emissão de moeda como na Argentina. E os limites de emissão de moeda também não necessariamente colocam uma "camisa de força" sobre o Banco Central, como ficou claro agora em outubro quando na reedição da MP do real foram alterados os limites previamente estabelecidos para o último trimestre do ano

Em princípio, o lastro poderia cumprir duas funções importantes na criação de um novo regime monetário. Vindo associado à livre conversibilidade e câmbio fixo, o lastro funcionaria como garantia de que o governo teria, de fato, condições de manter a plena equivalência entre a moeda nacional e a estrangeira, reforçando deste modo a confiança no padrão monetário doméstico. Outra função do lastro (que poderia ou não vir acompanhada da conversibilidade) seria a de impor disciplina monetária, limitando a emissão de moeda ao aumento das reservas internacionais. Deste modo, o Banco Central ficaria impedido de emitir moeda por qualquer canal (financiamento do déficit público, assistência

financeira de liquidez, monetização da dívida pública, etc.) sempre que o teto para a base monetária, dado pelas reservas internacionais, fosse atingido.

Ocorre que o lastro do real não cumpre nenhuma das funções acima. Nem veio junto com a conversibilidade, nem, tampouco constitui uma regra de emissão de moeda. Abaixo dos limites de emissão fixados, o Banco Central poderia emitir moeda livremente. Acima destes limites, a expansão da base monetária estaria, em princípio, proibida por lei, mesmo que as reservas internacionais estivessem subindo. A criação de moeda não ficou, portanto, atrelada à variação das reservas internacionais. O lastro ficou tendo apenas uma função simbólica; indicar para a sociedade que a base monetária não poderia aumentar sem ter respaldo em reservas internacionais separadas por este fim, com o que o governo esperava aumentar a confiança na nova moeda. De todo modo, como os mais de US\$ 40 bilhões de reservas existentes por ocasião da reforma monetária ultrapassavam largamente os limites de emissão fixados até março de 1995, o governo não teria mesmo qualquer dificuldade para lastrear o real com parte de suas reservas. E o lastro não exerceria nenhuma restrição relevante à oferta da moeda.

A fixação de limites para emissão de moeda foi entendida como indicativa da opção do Plano Real por uma âncora monetária (ao invés da âncora cambial até então esperada) como eixo da terceira fase do Plano Real. Embora a evolução da demanda por moeda após a queda da inflação fosse uma incógnita, os limites estabelecidos para a base monetária pela MP que criou o real eram, aparentemente, bastante restritivos. Deste modo, logo a remonetização da economia esbarraria nestes limites. Estes, sendo para valer, forçariam o Banco Central a abrir mão do controle da taxa de juros, que teria de subir o suficiente para evitar a emissão de moeda, e a manutenção do estoque da base monetária fixa daria ao programa de estabilização uma âncora monetária.

A propósito do caráter restritivo dos limites fixados para a base monetária, note-se, na Tabela 1, o contraste entre estes limites e a remonetização ocorrida após os planos de estabilização anteriores, e, em particular, depois do Plano Cruzado (que, por ter levado a inflação para níveis muito baixos durante vários meses, fornece uma referência mais apropriada do que os demais planos para se avaliar o estoque da base monetária compatível com a estabilidade de preços). É claro que o Plano Cruzado constituiu justamente um caso de remonetização excessiva em meio a taxas de juros reais negativas, sendo razoável imaginar que, num plano bem sucedido (e com taxas de juros maiores), a base monetária ficaria em níveis inferiores. Mas, desde logo, chamava a atenção a enorme diferença entre o tamanho da base monetária (em US\$ de junho de 1994) ao final dos terceiro e sexto mês do Plano Cruzado (respectivamente, US\$ 17,2 bilhões e US\$ 22,4 bilhões) em comparação com o estipulado na MP do real para os 1º e 2º trimestres do plano (o equivalente a US\$ 7,5 bilhões e US\$ 8,5 bilhões).

Tabela 1
Evolução da base monetária após os planos de estabilização

Plano	Real			Cruzado	Bresser	Verão	Collor I	Collor II
	R\$		US\$	US\$	US\$	US\$	US\$	US\$
Moeda								
Período	Limite fixado pela MP 542 (2)	Ocorrido	Jun/94 (3)	Jun/94 (3)	Jun/94 (3)	Jun/94 (3)	Jun/94 (3)	Jun/94 (3)
Início	3,5	3,5	3,5	7,5	7,4	6,3	4,5	7,5
Após 3 meses	7,5	11,2	10,1	17,2	12,3	8,9	16,5	9,0
Após 6 meses	8,5	---	---	22,4	12,4	6,8	10,7	8,5

Fonte: Banco Central (dados brutos).

Notas: (1) Base Monetária medida pelo critério média dos saldos diários;
(2) Considera-se, nesta tabela, que os limites para a base monetária fixados originalmente na MP que criou o real referiam-se (como era o entendimento geral) ao último mês de cada trimestre, e não ao saldo médio de todo o trimestre como foi posteriormente definido pelo CMN;
(3) Deflator: IGP-DI.

Como nos dois primeiros meses do real, a base monetária cresceu mais rapidamente do que o esperado pelo governo, o problema de como cumprir os limites de emissão monetária estabelecidos já se colocou no 1º trimestre da nova moeda. De fato, refletindo o aumento da demanda por moeda do público num contexto de queda drástica da inflação e juros nominais baixos (e até negativos) para as aplicações financeiras de curto-prazo (devido à tributação que recai sobre estas), os depósitos à vista e o papel-moeda em poder do público cresceram bastante. Dado o compulsório instituído de 100% sobre o aumento dos depósitos à vista desde a criação do real, este crescimento dos meios de pagamento acabou resultando integralmente em aumento da base monetária. Esta já em agosto ultrapassou o teto de R\$ 7,5 bilhões fixado até setembro.

Para atender o limite legal de emissão de moeda, o governo adotou, através de resoluções do Conselho Monetário Nacional, duas providências: i) o estoque de moeda atingido após o primeiro trimestre do plano seria calculado pela média dos saldos diários do trimestre julho/setembro e não apenas do mês de setembro, como se supunha; ii) o Banco Central foi autorizado a usar a margem de segurança de 20% acima do limite previsto para setembro que passou, assim, a ser de R\$ 9 bilhões. Através destas medidas, tornou-se possível, afinal, cumprir a meta monetária, tendo a base monetária encerrado o primeiro trimestre muito próxima do teto estabelecido.

Como ao final de setembro a base monetária já se encontrava em R\$ 12,8 e o limite para o último trimestre do ano era (contando com a margem de 20%) de R\$ 10,2 bilhões, o Banco Central acabou modificando este teto quando reeditou a MP do real em outubro. O governo poderia ter recorrido a mais um artifício para continuar cumprindo, do ponto de vista formal, os limites determinados: a redução do recolhimento compulsório sobre os depósitos à vista e a venda, em seguida, de títulos públicos para as instituições financeiras que os adquiririam com as reservas bancárias liberadas pela queda do compulsório (reduzindo, assim, a base monetária pela contração do seu componente reservas bancárias). Contudo, nestas condições a observância do teto para a quantidade de moeda envolveria um custo fiscal, já que ao invés de obter recursos a custo zero (reservas bancárias), o Banco Central teria que colocar títulos no mercado, sobre os quais incidem juros, para impedir o aumento da base monetária. Para evitar isto, acabou-se optando por outra alternativa: rever, simplesmente, o limite da

emissão até então fixado. Seja como for, o fato é que, até agora, os tetos nominais estabelecidos não se constituíram numa restrição efetiva sobre a emissão de reais, não sendo adequado atribuir, pelo menos por enquanto, uma âncora monetária ao Plano Real. A política monetária continua se baseando fundamentalmente, como antes do real, no controle da taxa de juros e não da quantidade de moeda.

Âncora mais efetiva do programa de estabilização tem sido - e continuará sendo - a taxa de câmbio, cujo teto para a cotação do dólar encontra-se fixado em R\$ 1,00. A despeito da decisão do Banco Central de deixar o câmbio flutuar abaixo do teto, este funciona como âncora em dois sentidos: i) contribui para a estabilidade dos preços dos bens e serviços comercializáveis com o exterior (*tradables*); ii) aumenta a credibilidade da moeda nacional, que, enquanto esta medida for mantida, valerá no mínimo igual ao dólar.

No caso dos "*tradables*", a fixação de um teto nominal para a taxa de câmbio fornece uma referência de longo-prazo para seus preços, ajudando a estabilização. Tende, em particular, a impor limites aos preços dos bens importáveis, que sofrem (ou poderão sofrer) a concorrência externa. E este benefício para a estabilização se soma ao impacto direto estabilizador sobre os preços dos bens importados e exportados que o câmbio com teto fixo produz.

Existem, por certo, dificuldades práticas para que a competição externa funcione, no curto-prazo, como um mecanismo eficaz de controle de preços, inclusive pelo grau de fechamento da economia brasileira, em que as importações representam pouco mais de 5% do PIB. Mas fatores ponderáveis já atuam em direção contrária. Em primeiro lugar, a expressiva liberalização comercial dos últimos anos, com a eliminação de barreiras não tarifárias e acentuada redução das tarifas de importação, tornou a economia brasileira muito mais exposta à concorrência externa, levando a uma maior aproximação entre os preços domésticos e os internacionais. Em segundo lugar, o nível atual extremamente elevado de reservas internacionais abre espaço para um maior volume de importações, que tendem a reforçar a pressão sobre os preços internos. Finalmente, a manutenção, por um período possivelmente bastante prolongado, de um teto nominal fixo para a taxa de câmbio tende também a inibir a manutenção de preços internos acima dos externos: não havendo, expectativa de desvalorização cambial acima do teto tão cedo, preços internos altos acabarão gerando um aumento de importações que os inviabilizará. Por estas razões, a contribuição da âncora cambial para a estabilização, via influência dos preços internacionais sobre os internos, já pode ser bastante mais relevante do que nos planos anteriores.

O teto fixo para a flutuação cambial desempenha ainda um papel fundamental como instrumento para transmitir confiança à moeda nacional. Sobretudo porque alguns pré-requisitos básicos para que a âncora cambial cumpra esta função já se encontram presentes na economia brasileira, como reservas em volume significativo e grau avançado de liberalização do mercado de câmbio.

O nível elevado de reservas internacionais aumenta a confiança dos agentes econômicos na capacidade do governo de manter fixo o teto da taxa de câmbio por um período relativamente longo. E isto constitui um requisito indispensável para o câmbio fixo transmitir credibilidade à moeda. Note-se que, até recentemente, o nível de reservas impedia o uso eficaz da âncora cambial para a estabilização.

Contudo, seu forte crescimento nos últimos anos modificou completamente esta situação. Indicadores disto podem ser vistos na Tabela 2. Entre dezembro de 1989 e junho de 1994, as reservas internacionais passaram de 9,7 para 42,9 bilhões de dólares (na verdade, este crescimento se deu basicamente a partir do final de 1991). Ao mesmo tempo, elevou-se de forma bastante significativa a relação reservas internacionais/ passivo líquido do Governo Federal: em dezembro de 1989, as reservas representavam 14,2% do passivo monetário e quase-monetário do governo (medido pela soma da base monetária com a dívida mobiliária federal) e, em junho último, esta proporção subira para 66,7%. Trata-se, sem dúvida, de um indicador relevante da maior capacidade de que dispõe agora o Banco Central para manter fixo o câmbio, e desestimular manobras especulativas com a moeda estrangeira.

Tabela 2
Reservas internacionais, passivo monetário e quase-monetário do
Governo Federal e agregados monetários

Descrição	Em US\$ Milhões							
	Reservas	Base	Dívida Mobiliária	(A)/[(B)+(C)]			(A)/(D)	(A)/(E)
	Internacionais (1)	Monetária	Federal (2)	(em %) (3)	M2 (4)	M4 (5)	(em %)	(em %)
	(A)	(B)	(C)		(D)	(E)		
Dez/89	9679	5937	62213	14,20	73815	116273	13,11	8,32
Dez/93	32211	4358	42061	69,39	61783	129407	52,14	24,89
Jun-94	42881	3174	61082	66,73	64522	134862	66,46	31,80

Fonte: Banco Central.

Notas: (1) No conceito liquidez internacional;

(2) Dívida fora do Banco Central;

(3) Relação entre as reservas internacionais e o passivo monetário e quase-monetário do Governo Federal (medido pela soma da base monetária com a dívida mobiliária federal);

(4) M1+FAF+Dep.Esp.Remunerados+Títulos Federais em Poder do Público+Títulos Estaduais e Municipais em Poder do Público. No caso dos títulos federais, estaduais e municipais, exclui-se títulos pertencentes à carteira das instituições

financeiras e dos fundos de aplicação financeira (FAF);

(5) M2+Depósitos de Poupança+Títulos Privados.

Outra pré-condição para que a âncora cambial possa dar confiança a moeda nacional é a existência de um mercado cambial liberalizado. Livre conversibilidade ou, pelo menos, um grau de liberdade cambial suficientemente amplo para tornar o mercado paralelo da moeda estrangeira residual (e com taxa virtualmente igual à do mercado oficial) tornam-se indispensáveis para este objetivo. De nada adiantaria, para o objetivo de dar credibilidade à moeda, manter-se fixa a taxa de câmbio oficial, se, em simultâneo, o dólar paralelo se comportasse de modo totalmente diverso. A livre conversibilidade não faz parte, até o momento, do Plano Real. Mas a expressiva liberalização do mercado cambial ocorrida desde 1989 reduziu bastante a dimensão do mercado paralelo do dólar. Neste contexto - e contando com uma forte entrada de recursos externos no país atraídos pelas taxas de juros internas excepcionalmente elevadas -, o Banco Central passou a ter condições, nos últimos anos, de manter virtualmente coladas as cotações do dólar nos mercados comercial, flutuante e paralelo. Com o Plano Real, pela primeira vez num plano de estabilização no país, o câmbio fixo acaba incluindo indiretamente o dólar paralelo, o que permite que a âncora cambial seja, de fato, um instrumento para reforçar a credibilidade da nova moeda.

Embora conservando a ancoragem cambial, o Plano Real optou por um regime cambial mais flexível, ao invés da simples fixação da taxa de câmbio. Trata-se de um regime de câmbio flutuante com um teto de R\$ 1,00 para a cotação do dólar. Com isto, o Banco Central passou a ter maior grau de liberdade na condução da política monetária: desobrigou-se de comprar divisas para sustentar uma determinada taxa de câmbio, neutralizando este que vinha sendo o principal fator de expansão da base monetária nos últimos anos. Abre-se espaço, portanto, para a prática de uma política monetária ativa, como pretende o Plano Real. Além disso, a flutuação cambial funciona, em princípio, como mecanismo de controle da entrada de recursos externos, que passam a ter um custo (potencial) ao ingressarem no país, dado pela diferença entre a taxa de câmbio praticada e o teto de R\$ 1,00.

Apesar do teto para a taxa de câmbio constituir-se numa das suas principais âncoras, é inegável que o Plano Real recorre muito menos à âncora cambial do que, por exemplo, o Plano Cavallo. Assim, vale a pena explorar um pouco os contrastes entre ambos no tocante aos instrumentos com que contam para obter a estabilidade dos preços.

No Plano Cavallo, a estratégia de estabilização baseou-se, sobretudo, na restauração da confiança na moeda induzida pela âncora cambial. Adotada na sua versão mais radical - combinando câmbio fixo, livre conversibilidade e lastreamento da moeda nas reservas internacionais - a âncora cambial teve como objetivo principal tornar a moeda doméstica virtualmente igual ao dólar aos olhos do público. Por este artifício, a credibilidade do dólar pôde se transferir para a moeda argentina, e manter preços estáveis nesta moeda passou a ser equivalente a fixar os preços em dólar.

Credibilidade da moeda pela sua equivalência com o dólar e ainda o impacto estabilizador do câmbio fixo sobre os preços dos *tradables* e acordos setoriais de preços com oligopólios produziram uma queda drástica da inflação argentina, ainda que a alta dos preços não tenha sido desprezível no imediato pós-plano. De todo modo, a inflação (preços ao consumidor) caiu para 5,5% no primeiro mês, para cerca de 3% ao mês no trimestre seguinte, e para pouco mais de 1% no quinto mês. E é interessante notar que estes resultados positivos foram compatíveis com recuperação do nível de atividade econômica e taxas de juros baixas, não tendo sido necessário recorrer a recessão para conter os preços. Como adotou-se um regime de moeda lastreada do tipo padrão-ouro, não houve preocupação explícita com o controle da quantidade de moeda (e da demanda). A remonetização da economia permaneceu em aberto, sendo comandada pela entrada de recursos externos no país e o aumento das reservas internacionais. Ao invés de controle monetário, a base da estabilização ficou sendo o câmbio fixo, que transmitiu confiança à moeda e seguiu os preços dos *tradables*.

O Plano Real segue um caminho diferente para a estabilização: não atribui a mesma ênfase do Plano Cavallo à âncora cambial e tampouco parte de uma mudança drástica do regime monetário. Flexibilidade nas áreas cambial e monetária e não regras rígidas e compromissos irreversíveis caracterizam o plano brasileiro, que representa, portanto, numa aposta mais cautelosa na estabilização do que o argentino. E muito mais dependente da sua gestão para ter êxito, já que a opção aqui adotada supõe um gerenciamento ativo da economia, ao contrário do Plano Cavallo, que, em certo sentido, abdicou de fazer política econômica.

Para estabilizar os preços, o Plano Real contou, na sua partida, com os seguintes instrumentos: fixação de um teto para a taxa de câmbio, o que atribui ao plano uma ancoragem cambial (desta vez, incluindo também, de forma indireta, o dólar paralelo) e tem como suporte um volume sem precedentes de reservas; desindexação dos salários e da inflação em cruzeiros reais (via transformação da URV em real), manifestando-se, todavia, a indexação da inflação em real até a primeira data base de cada categoria; congelamento dos preços públicos; lei antitruste, aprovada meses antes, como instrumento para coibir aumentos de preços considerados abusivos.

Para consolidar a estabilização, a expectativa do governo era (e continua sendo) que, com uma inflação muito baixa, fosse possível mudar gradualmente a política monetária, dando-se ao Banco Central condições efetivas para controlar a oferta de moeda (mantendo-a dentro dos limites de emissão definidos na MP do real). Contudo, não houve, até agora, mudanças relevantes no regime monetário, nem foi possível cumprir os limites originalmente fixados para a base monetária. Deste modo, não apenas o plano não possui, por enquanto, uma âncora monetária, como ainda permanece sendo uma incógnita a capacidade de que disporá a política monetária para controlar a liquidez no futuro.

3. DESEMPENHO INICIAL DO REAL

Apesar das dificuldades que começa a enfrentar, é inegável que o programa de estabilização constituiu-se, até agora, num grande êxito. Conseguiu, sem congelamento de preços, reduzir a inflação de 50% em junho para níveis muito baixos a partir de agosto (primeiro mês com índices de preços descontaminados da alta de preços ocorrida em junho e na passagem do cruzeiro real para o real), como evidencia a Tabela 3. Além disso, estes índices de inflação foram acompanhados até aqui por forte expansão do nível de atividade econômica, contrariando prognósticos de muitos de que o plano teria um caráter recessivo.

Tabela 3
Inflação: principais índices de preços

Descrição	Mês			Agosto/Outubro	
	Ago (1)	Set	Out	Acumulado	Anualizado
I. Preços ao Consumidor					
IPCA (IBGE)	1,86	1,53	2,62	6,13	26,86
IPC (FIPE)	1,95	0,82	3,17	6,04	26,46
IPC (FGV)	2,60	1,46	2,65	6,86	30,38
II. Preços no Atacado					
IPA-Agrícola (FGV)	13,36	5,21	5,99	---	---
IPA-Industrial (FGV)	-0,02	-0,13	0,20	---	---
IPA-DI (FGV)	4,40	1,79	2,71	---	---

Fontes: IBGE, FIPE, FGV.

Nota: (1) Corresponde aos primeiros índices "descontaminados" da alta de preços ocorrida em junho e na passagem do cruzeiro real para o real.

No que se refere às taxas de inflação obtidas, o Plano Real apresentou resultados iniciais melhores, inclusive, do que os obtidos em experiências bem sucedidas recentes de estabilização, como as da Argentina (1991), do México (1987) e de Israel (1985). Nestes países a inflação (preços ao consumidor) acumulava nos três primeiros meses com índices de preços descontaminados de alta de preços pré-plano (o que corresponde a taxas de inflação do segundo ao quarto mês após a decretação de cada plano) atingiu 9% (a Argentina), 17% (México) e 12% (Israel). Já aqui a inflação acumulada no trimestre agosto/outubro ficou em torno de 6% nos índices de preços ao consumidor. Contudo, o desempenho do Plano Real apresenta (ou deverá apresentar nos próximos meses) dois resultados negativos quando comparado às experiências argentina, mexicana e israelense: i) nestes três países, a inflação acumulada no trimestre seguinte ficou abaixo de 6% enquanto no Brasil a inflação no trimestre novembro/janeiro deverá ficar acima disto (atingindo, provavelmente, algo entre 7,5% e 9%); ii) as taxas de inflação aqui obtidas foram acompanhadas, até agora, por forte valorização nominal da moeda nacional, o que não ocorreu nas outras experiências e representa, sem dúvida, uma dificuldade séria do nosso programa de estabilização.

Nestes primeiros meses do Plano Real, os aumentos de preços foram razoavelmente localizados, exercendo impacto significativo nas taxas de inflação por serem de grande magnitude. Como se percebe na Tabela 4, concentraram-se, principalmente, em aluguéis e serviços (com altas persistentes desde julho), alimentos semi elaborados (devido, sobretudo, aos aumentos de preços do feijão e da carne bovina, induzidos pela seca e pela entressafra) e alimentos *in natura*. Note-se também, na tabela 1, que, nos preços industriais no atacado, a inflação foi virtualmente nula no trimestre agosto/outubro. É certo, porém, que aumentos salariais e de preços de matérias-primas importantes (sobretudo para as indústrias de embalagens) em alta no mercado internacional começam a pressionar os custos industriais e podem se traduzir em aumentos de preços na indústria em breve.

Tabela 4
Índice de preços ao consumidor - Fipe/USP
Variações de Preços por Grupos

Períodos	Ago	Set	Out
Índice FIPE	1,95	0,82	3,17
(1) PREÇOS PÚBLICOS	0,28	0,16	-0,22
Serv. Publ. Resid.	0,26	0,37	-0,21
Transportes urbanos	0,00	-0,38	-0,16
Manut. do Veículo	0,50	0,27	-0,28
(2) PREÇOS DE OLIGOPÓLIOS	-2,02	-1,27	0,69
Alim. Industrializados	-3,25	-2,00	0,21
Higiene e Beleza	-4,53	-2,14	-1,80
Artigos de Limpeza	-2,36	-2,86	-0,68
Remédios e Prod. Farm.	0,27	-0,19	-0,05
Equip. Eletro-Eletrônicos	1,90	1,69	3,86
Apar.de Imagem e Som	0,51	3,25	1,95
Fumo e Bebidas	-1,00	-1,06	1,62
Cama/Mesa/Banho	-3,49	-2,14	4,62
Utensílios Domésticos	-0,52	-2,33	0,42
(3) PREÇOS COMPETITIVOS	4,73	0,07	6,70
Alim. Semi-Elaborada	1,08	0,38	12,64
Alim. In Natura	24,38	1,57	7,09
Alim. Fora do Domicílio	1,40	0,47	4,56
Vestuário	0,60	-1,82	-0,54
Mobiliário	4,75	2,53	5,75
(4) SERVIÇOS	3,59	2,22	3,95
Serviços Pessoais	4,97	3,88	3,71
Serviços Médicos	2,27	1,68	1,85
Despesas Operacionais	4,37	2,29	5,76
(5) ALUGUÉIS	11,02	12,99	11,02
(6) OUTROS	0,75	0,72	0,56
Educação	-0,57	-0,07	0,19
Recreação e Cultura	0,37	-0,41	-0,13
Aquisição de Veículo	2,73	9,21	4,81
Loterias/Demais Despesas	4,89	-1,37	-0,41
Linha Telefônica	-2,76	3,73	4,59

Fonte: FIPE/USP.

Embora ainda não generalizada, a alta de preços em outubro já atingiu um número maior de produtos, tendo, como mostra a Tabela 4 (índice FIPE), chegado pela primeira vez a itens produzidos por oligopólios, como equipamento eletroeletrônicos e aparelhos de imagem e som, setores com demanda bastante aquecida. A despeito de pressões inflacionárias específicas como os efeitos adversos sobre os preços de alguns produtos agropecuários da entressafra e da seca e aumentos de preços de algumas matérias-primas no mercado internacional -, deve-se ter em conta que os aumentos de preços vem ocorrendo, nestes meses, em meio a um forte aquecimento de nível de atividade econômica. Isto

significa que a alta dos preços vem sendo sancionada pelo aumento da demanda nominal da economia, não sendo, neste sentido, "externa" as variáveis macroeconômicas sob responsabilidade da política econômica. Caso a demanda nominal estivesse evoluindo de forma compatível com a estabilidade de preços, aumentos de preços (induzidos por fatores circunstanciais ou não) produziram inevitavelmente redução das quantidades vendidas, e não teriam o espaço que vem encontrando para se efetivarem.

Com a alta recente da inflação, riscos de reindexação (informal) da economia cada vez maiores, e sobrevalorização cambial já expressiva, o Plano Real defronta-se, no momento, com ameaças não desprezíveis. Além disso, persistem dúvidas sobre a capacidade do Banco Central para controlar a liquidez no regime monetário atual e sobre o quadro fiscal do próximo ano.

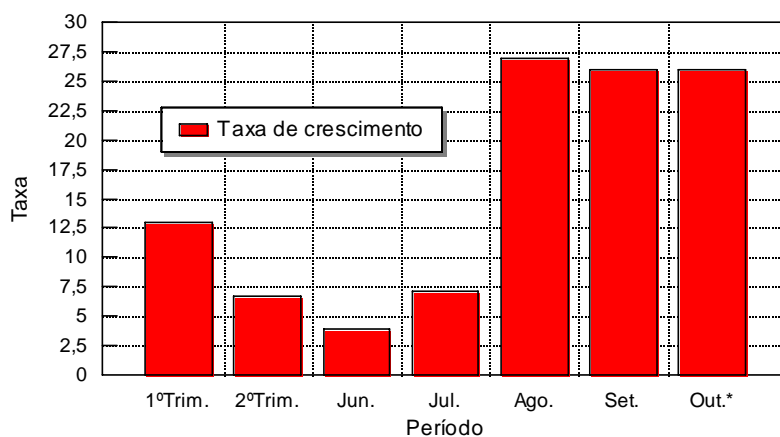
4. AQUECIMENTO E RISCOS DE REINDEXAÇÃO

Desde a segunda quinzena de julho, o Plano Real vem produzindo efeitos claramente expansionistas sobre a atividade econômica. Ainda que comecem a aparecer sinais de um recuo das vendas em alguns setores, em decorrência das medidas de restrição ao crédito adotadas em outubro, a demanda ainda permanece, aparentemente, mais aquecida do que seria desejável para garantir a estabilidade de preços.

Embora as políticas cambial (valorização do real) e monetária (juros altos e restrição do crédito via compulsórios) possuam um viés recessivo, outros fatores vêm atuando em direção contrária, e seus efeitos têm sido largamente preponderantes, pelo menos nesta etapa inicial do real. Entre estes, destacam-se: o aumento do poder de compra das camadas de baixa-renda, devido à queda drástica do imposto inflacionário (que incidia predominantemente sobre estas camadas); a expansão generalizada do crédito, com a ampliação dos prazos de venda entre as empresas e para o consumidor final estimulando a atividade produtiva e o consumo. As vendas a prazo de bens de consumo, em particular, cresceram bastante, impulsionadas pelas prestações fixas em termos nominais e o parcelamento do total de acordo com as possibilidades dos consumidores. Como se parte de um nível baixo de endividamento familiar e de uma demanda reprimida, observou-se um rápido crescimento destas vendas, a despeito das taxas de juros muito elevadas ali embutidas. Refletindo isto, as vendas do comércio varejista em São Paulo cresceram fortemente desde a criação do real como evidenciam os Gráficos 1 e 2.

Gráfico 1

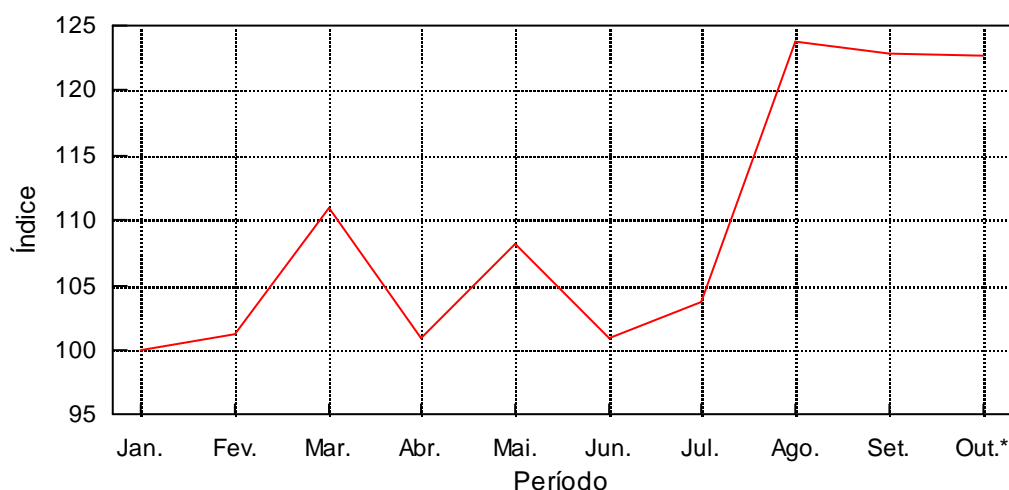
Faturamento real varejista na região metropolitana de SP(1994) - Taxa de crescimento em relação a igual período do ano anterior



Fonte: Federação do Comércio do Estado de São Paulo

Gráfico 2

Faturamento real do comércio varejista na região metropolitana de São Paulo (1994) - Índice dessazonaliza



Fonte: Federação do Comércio do Estado de São Paulo

O aquecimento da demanda tem sido preocupante, tanto porque pode levar à alta de preços em setores com baixo nível de capacidade ociosa (ou com estoques momentaneamente insuficientes), quanto, sobretudo, por abrir espaços para aumentos, em simultâneo, de salários e preços e a reindexação da economia. Ainda que a indústria disponha, em média, de folga de capacidade (o grau médio de utilização da capacidade instalada encontra-se em 83%), a expansão da demanda já esbarra em restrições de oferta em setores muito aquecidos, como vem ocorrendo com automóveis e alguns eletrodomésticos e eletroeletrônicos. Além disso, as expectativas inflacionárias ainda presentes e as taxas de juros elevadas podem gerar comportamentos defensivos das empresas que as inibam de operarem com estoques maiores, levando-as, eventualmente, a responder às pressões de demanda com aumento de preços e não de quantidades ofertadas, a despeito da existência de capacidade ociosa.

Mas o principal risco para o Plano Real proveniente do aquecimento da demanda é que torna as empresas mais propensas a conceder aumentos salariais devido à possibilidade do seu repasse para os preços, com o que a espiral preços/salários seria reintroduzida na economia.

No que se refere aos salários, como a indexação salarial foi mantida pelo Plano Real até a primeira data-base de cada categoria, reajustes salariais nas datas-base terão como piso, até meados de 1995, a inflação oficial acumulada desde julho. Ocorre que esta, medida pelo IPC-r do IBGE já chegou, até outubro, a quase 16%. Isto decorreu, em boa medida, do impacto dos aumentos de preços em junho e na passagem para o real sobre os índices de julho e agosto (dada a metodologia usual dos índices de preços e o período de apuração do IPC-r). De todo modo, esta inflação oficial continuará sendo repassada para os salários ao longo dos próximos meses, rebatendo sobre toda a economia. Dado que a maioria dos preços ainda permanece estável desde 1º de julho, estes aumentos nominais de salários poderão trazer dificuldades para a política de estabilização pela tentativa previsível de muitas empresas de repassá-los para preços.

Além da reposição da inflação garantida por lei, aumentos de salários poderão ocorrer por pressão das diferentes categorias de trabalhadores nas suas datas-base ou a título de antecipação salarial. Note-se, em particular, que a proibição da indexação entre as datas-base imposta pelo Plano Real tende, por si só, a gerar demandas por aumento preventivo de salários nas datas-base, em antecipação à inflação futura. A questão que se coloca é se a concessão de reajustes salariais pelas empresas está, de fato, sendo limitada ao que pode ser absorvido por aumento de produtividade ou redução da margem de lucro. O risco é que aumentos muito elevados nas datas-base, ou reajustes salariais periódicos com repasse para preços, acabem pressionando a inflação e reindexando informalmente a economia.

Para enfrentar o aquecimento da demanda e os riscos de reindexação salarial, o governo dispõe, em princípio, das seguintes alternativas: i) adotar medidas para reforçar o controle da liquidez, na tentativa de, por esta via, conter a demanda; ii) reduzir tarifas de importação, procurando, com isto, inibir altas de preços em setores oligopolistas (pela sua maior exposição à concorrência externa) e ampliar a oferta em setores com restrições de capacidade; iii) praticar uma política de preços ativa, seja punindo aumentos "abusivos" com base na lei antitruste, seja através de acordos nas câmaras setoriais. Até agora, a atuação do governo tem se concentrado na primeira e, segunda alternativas. Note-se porém, que, embora os preços estejam formalmente livres, o governo anunciou que o repasse para preços de aumentos salariais concedidos além do que determina a lei será considerado aumento abusivo, a ser punido com base na lei antitruste.

A contenção da demanda vem sendo buscada através de taxas de juros altas e recolhimentos compulsórios sobre ativos financeiros para limitar a oferta de crédito pelos bancos. A taxa nominal de juros (*overnight* lastreado em títulos públicos) veio caindo entre julho e outubro, tendo passado de 6,9% no primeiro mês do real para 4,2% em agosto, 3,8% em setembro, e 3,6% em outubro, mas foi mantida sempre claramente acima das taxas de inflação. E em novembro, devido a alta da inflação desde outubro (captada por índices divulgados já em novembro), a taxa de juros do "*overnight*" voltou a subir para cerca de 4%. Além da taxa de juros, o governo tem dado bastante ênfase a outro instrumento para

controle da liquidez: o uso de recolhimentos compulsórios sobre depósitos à vista e a prazo (CDBs, caderneta de poupança) e, desde outubro, sobre operações de crédito. No caso dos depósitos à vista, incide, desde 1º de julho, um compulsório de 100% na margem. Para os depósitos a prazo, os compulsórios foram aumentados desde o início de setembro, passando para 30% do estoque de CDBs e da captação líquida da caderneta de poupança (para o saldo anterior da poupança manteve-se o compulsório de 20% determinado em 1º de julho). E diante da insuficiência destas medidas e de sinais de que a demanda permaneceria muito aquecida, instituiu-se um novo compulsório agora sobre as operações de empréstimo (de 15%). Além disso, reduziu-se o prazo do crédito concedido pelas instituições financeiras para três meses (com o objetivo de conter as vendas a prestação) e também o prazo dos consórcios de automóveis, sendo ainda proibida a constituição de novos consórcios para a aquisição de eletrodomésticos e eletroeletrônicos, assim como o parcelamento das compras com cartão de crédito.

Os compulsórios representam uma alternativa para restringir o crédito sem que o governo tenha de elevar a taxa de juros básica da economia (*overnight* lastreado em títulos públicos). Evita-se, assim, que a alta desta taxa de juros exerça efeito negativo sobre as expectativas inflacionárias e onere as finanças públicas. Contudo, esta alternativa tem sido criticada, sobretudo depois do recente compulsório sobre operações de crédito, por constituir uma restrição de caráter geral que desestimula também a oferta e não apenas a demanda de setores de bens de consumo como problemas de superaquecimento (como os de bens duráveis). Note-se, porém, que restrições específicas ao crédito para consumo poderiam ser contornadas com a obtenção de crédito pelas empresas junto as instituições financeiras e seu repasse para os consumidores. Além disso, o encarecimento do capital de giro e os riscos de arrefecimento da demanda tendem a induzir as empresas a se comportarem de forma mais dura nas negociações salariais e com seus fornecedores, inibindo a reindexação salarial e alta de preços ao longo da cadeia produtiva, beneficiando deste ponto de vista a estabilização. Mas a eficácia destas medidas recentes da restrição ao crédito para desaquecer a demanda e inibir a reindexação salarial ainda não pode ser inteiramente avaliada, inclusive porque o compulsório sobre o crédito refere-se às novas operações contratadas e seus efeitos somente ficarão mais nítidos a partir de início de 1995.

Outro instrumento a que o governo resolveu recorrer, em setembro, para reforçar o programa de estabilização foi a redução generalizada das alíquotas de importação. Não apenas decidiu antecipar a entrada em vigor da Tarifa Externa Comum (TEC) do Mercosul que ocorreria em janeiro de 1995, como também reduziu para 20% a alíquota de produtos como automóveis, bens de consumo eletroeletrônicos e brinquedos, cuja convergência à TEC não ocorreria agora.

O objetivo básico do rebaixamento tarifário é aumentar a pressão da concorrência externa sobre setores oligopolistas, de forma a impedir o aumento dos seus preços. Além disso, a maior disponibilidade de bens importados poderia contribuir para aumentar a oferta em setores em que a produção nacional estivesse sendo insuficiente. E espera-se, também, que o maior volume de importações, ao aumentar a demanda por dólares, ajude a evitar uma valorização excessiva do real.

Evidentemente, existem dificuldades práticas para que a competição externa funcione, no curto prazo, como um mecanismo eficaz de controle de preços, seja pela demora, na maioria dos casos, para que as importações se efetivem, seja pelo fato de as importações representarem, em geral, uma proporção pequena do mercado doméstico. Ainda assim, é de se esperar que a possibilidade de se importar a preços menores (tarifas mais baixas) reforce o poder de barganha dos compradores nas negociações dentro da cadeia produtiva e entre indústria e comércio, podendo se constituir num elemento importante de contenção dos preços. Neste sentido, e dadas as dificuldades que o plano começa a enfrentar, parece legítimo que se use, também, a redução de tarifas como instrumento para garantir a estabilização. A questão é como utilizar as tarifas de importação com esta finalidade, evitando-se, ao mesmo tempo, prejuízos mais sérios para a indústria.

Um aspecto a considerar na redução recente das tarifas de importação é que esta medida se soma, pelo menos no curto prazo, a uma sobrevalorização cambial expressiva ocorrida desde a criação do real. Pelo rebaixamento tarifário decretado, a tarifa modal caiu de 20% para 14% (nível determinado pela TEC), ao mesmo tempo em que a apreciação cambial desde 30 de junho encontra-se, no momento, em cerca de 15%. Assim, tomando-se como referência a taxa de câmbio imediatamente anterior à criação do real, os efeitos combinados da redução das tarifas e da valorização cambial mais do que anulam, no momento, a proteção tarifária vigente em 30 de junho para os produtos que tiveram uma redução de alíquota igual a da tarifa modal. E, no caso da indústria automobilística e dos eletroeletrônicos que tiveram redução tarifária de 35% para 20%, a situação atual equivale, para a taxa de câmbio de antes do real, a uma queda a zero das tarifas de importação. Isto não quer dizer que a indústria não possa conviver, pelo menos durante algum tempo, com a taxa de câmbio atual e a nova estrutura tarifária. Mas a intensidade da redução dos preços das importações, proveniente dos efeitos câmbio e tarifas combinados, sugere que as conseqüências deste processo de aumento da exposição da indústria à concorrência externa devem ser acompanhadas de forma cuidadosa, para que eventuais correções no câmbio e/ou tarifas sejam efetuadas a tempo.

Também é fundamental para evitar impactos negativos do uso das tarifas sobre o setor produtivo que o governo mantenha uma sinalização clara sobre a evolução da estrutura tarifária no longo prazo. Reduções drásticas não antecipadas de tarifas podem até ser usadas circunstancialmente para reforçar a estabilização. Mas desde que isto seja feito de forma assumidamente transitória e sem gerar incertezas sobre o comportamento futuro das tarifas.

5. SOBREVALORIZAÇÃO CAMBIAL

Além do aquecimento da economia e dos riscos de reindexação, outra dificuldade para o Plano Real, que vem causando grande preocupação, reside na sobrevalorização cambial. Ao atraso da taxa de câmbio inerente a planos com âncora cambial (pelo fato na inflação doméstica superar a inflação internacional durante algum tempo), acrescentou-se, no Plano Real, um outro fator de valorização da moeda nacional: a flutuação cambial abaixo do teto fixado para o câmbio. De fato, com a adoção do regime de câmbio flutuante e a saída do Banco Central do mercado de câmbio, produziu-se uma

valorização expressiva do real. Desde outubro, o Banco Central modificou a política cambial, voltando a intervir mais ativamente no mercado de câmbio na tentativa de reverter esta situação. Mas, a despeito disso e de medidas que vem sendo tomadas para estimular a demanda pela moeda estrangeira e, a partir de outubro, para restringir a entrada de recursos externos no país, o Banco Central continua tendo dificuldades para sustentar a taxa de câmbio. Como o elevado diferencial entre as taxas de juros interna e externa permanece atraindo recursos externos para o país e o Banco Central tem atuado de forma cautelosa na compra de divisas para não emitir moeda em excesso, o quadro de sobrevalorização do real não se alterou até o momento.

A curto prazo, esta valorização do real favorece claramente a estabilização, porque tende a inibir altas de preços dos *tradables* e aumenta a credibilidade da nova moeda. Mas uma valorização excessiva do real - produzida pela permanência da taxa de câmbio bem abaixo do teto estabelecido combinada com uma inflação eventualmente não tão baixa - poderá trazer muitos problemas adiante. De um lado, acabaria gerando inevitavelmente, no próximo ano, efeitos negativos relevantes sobre o desempenho das exportações e a competitividade da indústria. De outro, haveria o risco de que mudanças nas expectativas dos agentes econômicos no mercado de câmbio, induzidos pela percepção de uma inevitável maxidesvalorização cambial no futuro próximo, acabassem produzindo, em algum momento de 1995, uma desvalorização súbita da taxa de câmbio, o que geraria, inevitavelmente, fortes tensões inflacionárias.

Inegavelmente, a queda da cotação do dólar de R\$ 1,00 para cerca de R\$ 0,85 desde a criação do real até agora (meados de novembro) e a inflação observada neste período já produziram uma valorização expressiva da nova moeda. E a apreciação cambial resulta ainda um pouco maior quando se toma como base as taxas reais de câmbio dos últimos anos (dados da Funcex, por exemplo, indicam que a taxa de câmbio real efetiva já se encontrava, por ocasião da reforma monetária, 6,8% abaixo do seu valor médio em 1991/1992). Para examinar-se de forma adequada a valorização atual da moeda nacional é preciso considerar, porém, dois aspectos: a forma pela qual se mede a taxa real de câmbio e a sua compatibilidade com o equilíbrio de longo-prazo do balanço de pagamentos (que representa, afinal, o objetivo principal da política cambial).

A taxa real de câmbio vem sendo medida usualmente, com base apenas no diferencial entre a inflação interna e externa e na relação da moeda nacional com uma cesta de moedas (ponderada pela participação de cada uma no comércio exterior). Deve-se ter em conta, porém, que como houve forte aumento de produtividade na indústria brasileira nos últimos anos, um conceito mais "fino" de taxa de câmbio real que incorpore no seu cálculo o diferencial de crescimento da produtividade no país e no exterior leva a resultados diferentes. Segundo algumas estimativas, medida desta forma a taxa de câmbio encontrava-se razoavelmente alinhada (em relação aos últimos anos) no momento da criação do real. Além disso, o índice de relações de troca do país com o exterior modificou-se para melhor de forma sensível neste ano, com preços, em média, mais elevados para as exportações e menores para as importações. Obviamente enquanto esta situação se mantiver, o efeito da apreciação cambial sobre o comércio exterior estará sendo parcialmente compensado.

Quanto à valorização da nova moeda desde 1º de julho, um ponto importante a considerar refere-se ao índice de preços utilizado para medi-la. Note-se que, de forma análoga a outras experiências de estabilização com âncora cambial, aqui também começa a ocorrer uma diferença acentuada entre o comportamento dos preços industriais no atacado (mais sensíveis à âncora cambial) e o dos preços ao consumidor. Enquanto no acumulado julho/outubro, a inflação medida pelo IPA industrial foi virtualmente nula, nos IPCs a inflação desde julho já é razoavelmente elevada, ainda que em parte por resíduos estatísticos da inflação pré-real. Em princípio, o IPA industrial pode ser considerado um índice de preços mais relevante para o cálculo da taxa real de câmbio por refletir melhor a evolução dos custos dos exportadores. Neste caso, a valorização cambial desde 1º de julho teria como determinante exclusivo a queda nominal da taxa de câmbio (de cerca de 15% até meados de novembro), já que os preços industriais no atacado permaneceram estáveis. Medindo-se, porém, a defasagem cambial pelo IPC-r (índice também relevante por ser o indexador oficial dos salários até julho de 1995, e que, devido à sua metodologia, foi fortemente afetado em julho e agosto pela alta de preços anterior a 1º julho), esta seria, de julho a outubro, de cerca de 27%, em decorrência de uma inflação de 15,7% e da queda nominal de 15% da cotação do dólar. Caso a taxa de câmbio permaneça até o final do ano ao redor de R\$ 0,85 e confirmem-se as projeções de inflação entre 2,5% e 3% ao mês no bimestre novembro/dezembro, a apreciação cambial no final do ano chegaria a cerca de 30% em dezembro (o que exigiria uma desvalorização do real superior a 40% para voltar-se a taxa de câmbio real praticada no momento da criação do nova moeda).

Embora expressiva por qualquer método de cálculo (em particular, quando se mede a inflação na nova moeda pelo IPC-r) a valorização do real deve ser avaliada em função das mudanças esperadas para o balanço de pagamentos no próximos anos, e não simplesmente das taxas reais de câmbio anteriores à reforma monetária. Admitindo-se que o país continue atraindo capitais externos em volume apreciável e que não se pretenda mais acumular reservas cambiais, a redução do superávit comercial e a geração de um déficit em transações correntes (isto é, a absorção de "poupança externa") passarão a ser, dentro de certos limites, resultados desejáveis da política cambial. Nestas condições do balanço de pagamentos, a taxa real de câmbio sustentável no longo-prazo tenderá a ser inferior a observada por ocasião da criação do real. Não faz sentido, portanto, partir-se da premissa de que aquela (ou mesmo a de aos anteriores) seria a taxa de câmbio "correta" para a qual se acabará retomando em algum momento a frente.

A questão é que a presente valorização do real decorre em boa medida, do estímulo a entrada no país de recursos externos proveniente de taxas de juros (em dólar) circunstancialmente muito elevadas. E há, evidentemente, o risco de que esta apreciação cambial acabe indo longe demais, causando prejuízos sérios à indústria, e revelando-se, afinal, insustentável do ponto de vista do equilíbrio de longo-prazo do balanço de pagamentos. Evitar que se comecem a gerar condições para este cenário adverso, mas sem comprometer o programa de estabilização (por emissão monetária excessiva para sustentar uma determinada taxa de câmbio) constitui o grande desafio da política cambial no momento.

De qualquer forma, a curto-prazo, parece garantida a manutenção das exportações e do saldo comercial em níveis elevados, o que somado ao ingresso de capitais externos no país continuará resultando numa situação bastante confortável para o balanço de pagamentos. Além do impacto negativo da valorização

cambial sobre a balança comercial não ser imediato (só deverá aparecer com mais nitidez daqui a alguns meses), os exportadores tem-se beneficiado de alguns fatores que compensam parcialmente o efeito do atraso cambial sobre suas receitas: o crescimento expressivo, em média, dos preços das exportações brasileiras no mercado internacional; os ganhos financeiros obtidos com as antecipações de contratos de câmbio (ACCs) em virtude do elevado diferencial entre as taxas de juros internas e externas (alternativa) fortemente restringida por medidas adotadas recentemente, mas até então intensamente utilizada pelos exportadores); e a desvalorização do dólar frente as demais moedas relevantes para o comércio exterior brasileiro.

Como mostra a Tabela 5, as exportações tem sido, inclusive, crescentes nos últimos meses, tendo atingido em outubro o nível recorde de US\$ 42,7 bilhões (valor acumulado em doze meses). Embora muito ajudado pelo crescimento mencionado dos preços dos produtos exportados pelo Brasil no mercado internacional, trata-se de um desempenho expressivo e que vem permitindo a sustentação de um superávit elevado. Em outubro, pela primeira vez desde a criação do real, o superávit comercial (em doze meses) caiu, mais ainda se encontra em US\$ 13,5 bilhões, nível superior ao obtido no ano passado. Como o fechamento de contratos de câmbio continuou elevado até outubro (US\$ 44,1 bilhões no acumulado de doze meses), a permanência das exportações (e do saldo comercial) num patamar alto nos próximos meses encontra-se praticamente assegurada. somente depois disso começarão a ficar mais claros os efeitos sobre a balança comercial da valorização cambial ocorrida desde 1º de julho.

Tabela 5

Exportações efetivas, contratações de câmbio pelos exportadores e saldo comercial
Valores Acumulados em 12 meses – Em US\$ milhões

Período	Câmbio Contratado pelos Exportadores	Exportações Efetivas	Saldo Comercial
Dez 91	34504	31636	10642
Dez 92	39557	35835	15281
Dez 93	37805	38610	12922
Jun 94	44437	40293	12706
Jul 94	44118	40608	13357
Ago 94	44044	41387	13717
Set 94	44316	42104	13948
Out 94	44114	42737	13541

Fontes: Banco Central e Gazeta Mercantil.

Com um saldo comercial ainda elevado (embora já em queda) e reservas internacionais em nível extremamente confortável, é inegável que o governo dispõe de condições cambiais muito favoráveis para continuar utilizando a taxa de câmbio como principal âncora do programa de estabilização ainda durante um bom período. Mas até onde o governo poderá ir na sustentação da âncora cambial sem que conseqüências adversas sobre o setor produtivo e, no limite, sobre o próprio programa de estabilização ponham em xeque a valorização da moeda nacional?

A propósito da capacidade do governo de sustentar a âncora cambial, é interessante comparar a situação brasileira com a de outras experiências recentes de estabilização. Um ponto importante a destacar é que essas experiências tem demonstrado uma resistência a quedas de taxa real de câmbio (quando outras variáveis macroeconômicas, em particular a fiscal, estão sob controle) bem maior do que se imaginaria. A título de ilustração, a Tabela 6 apresenta dados sobre a trajetória da inflação e o momento em que se promoveu a primeira desvalorização cambial em três dos programas mais relevantes dos últimos anos. Como a taxa de inflação do primeiro mês dos planos apresenta problemas de contaminação pela inflação passada, considerou-se, em todos os casos, a inflação (preços ao consumidor) do segundo mês em diante.

Tabela 6
Inflação acumulada (índices de preços ao consumidor) (1)

País	Nos 3 primeiros meses	Nos 6 primeiros meses	Nos 12 primeiros meses	Antes de promover desvalorização cambial
Argentina	9%	14%	26%	49% (3)
Israel	12%	13%	24%	39%
México	17%	24%	35%	35% (4)
Brasil	6% (2)	---	---	---

Fontes: FMI, International Financial Statistics; CEDEAL, Situacion Latino americana; IBGE.

Notas: (1) A partir do 2º mês de cada plano para evitar contaminação do índice pela inflação pré-plano;

(2) Corresponde a inflação acumulada no trimestre agosto/outubro medida pelo INPC/IBGE;

(3) Inflação acumulada até setembro de 1994 - Ainda não houve desvalorização cambial na Argentina;

(4) No México houve um pequeno realinhamento de 3% em fevereiro de 1988, antes da retomadas desvalorizações, um ano após o plano.

Como se pode perceber na Tabela 6, Israel e México só atingiram um limite crítico a partir do qual foram levados a desvalorizar o câmbio depois da inflação acumulada sob uma mesma taxa de câmbio ter alcançado níveis superiores a 35%; e a Argentina mantém a mesma taxa de câmbio desde abril de 1991, apesar do índice de preços ao consumidor ter tido uma alta acumulada de 49% até setembro de 1994. Com uma inflação acumulada, desde o Plano Real, ainda muito inferior ao limite crítico observado em outras experiências, e não tendo iniciado com um atraso cambial particularmente grande, pode-se admitir que aqui também o plano de estabilização não se defrontará tão cedo com pressões incontornáveis para abandonar a âncora cambial. É verdade, porém, que, nestes primeiros meses do real, o atraso cambial vem decorrendo mais da queda nominal da taxa de câmbio de cerca de 15% do que da inflação observada após a reforma monetária. E aproximar mais a taxa de câmbio do teto de R\$ 1,00 nos próximos meses parece fundamental para a própria credibilidade da âncora cambial e sua sustentação por um longo período.

Ainda comparando com outras experiências, nota-se, na Tabela 7, a situação favorável das reservas internacionais brasileiras no momento do plano, cujo estoque correspondia a quase 19 meses de importações, contra cerca de 12 meses no caso mexicano e 6 meses no argentino. Além disso, a dimensão das reservas internacionais do Banco Central do Brasil indica a existência de um lastro considerável para o passivo monetário da instituição, e a presença de um elevado poder de fogo para inibir movimentos especulativos que poderiam abalar a confiança na âncora cambial. apenas com o intuito de sublinhar este conhecido fator, observe-se na Tabela 8 que as reservas brasileiras atuais

situam-se num nível superior às da França, Itália e Grã-Bretanha, só ficando abaixo das reservas de três "tigres asiáticos" (Taiwan, Singapura e Hong-Kong) e dos três principais Bancos Centrais do mundo (Alemanha, Estados Unidos e Japão). O Banco Central do Brasil dispõe, portanto, de um potencial de intervenção no mercado de câmbio dos mais amplos no mundo atual, e sem paralelo em outras experiências de estabilização.

Tabela 7
Reservas internacionais no momento do plano

País	Reservas Totais (Liq. Internacional) em US\$ Milhões	Reservas/ Importações mensais	Reservas/ Base Monetária
Argentina/91	3958	5,9	81%
Israel/85 (1)	3719	4,9	49%
México/87	12464	12,2	87%
Brasil/94	42881	18,8	1351% (2)

Fontes: FMI, International Financial Statistics;
República Argentina, Ministério da Economia, Economic Report;
Banco Central do Brasil.

Notas: (1) Dados para o final de 1985;
(2) No caso brasileiro, dado a elevação da liquidez dos títulos públicos federais (que representam, em prática, reservas bancárias remuneradas), uma medida alternativa da relação reservas internacionais/passivo monetário do Governo poderia incluir nesta os títulos públicos federais em poder do mercado. Medida desta

Tabela 8
Reservas internacionais na atualidade
(Conceito de Liquidez Internacional) - Em US\$ bilhões

. As 7 maiores Reservas Cambiais	Valor	Período
Japão	118,9	(ago)
Taiwan	90,2	(jun)
Alemanha	84,3	(ago)
Estados Unidos	64,7	(ago)
Singapura	52,9	(jun)
Hong Kong	43,0	(dez/93)
Brasil	43,0	(ago)
. Reservas Cambiais de Países Selecionados		
Grã-Bretanha	39,9	(jun)
Itália	32,2	(ago)
México	25,9	(mar)
França	25,5	(jun)
Canadá	14,6	(ago)
Argentina	13,2	(mai)

Fontes: Economist 5-11/11/94 e Banco Central do Brasil.

A despeito das condições positivas acima mencionadas, algumas ponderações devem ser feitas sobre a sustentação da âncora cambial por um período prolongado. Em primeiro lugar, parece importante que o

governo tenha êxito em reverter a valorização nominal do real, aproximando mais a taxa de câmbio do teto de R\$ 1,00 (ainda que não necessariamente colando nele); deste modo, este fator de apreciação cambial perderia relevância, e a valorização do real passaria a depender quase exclusivamente da trajetória da inflação (ainda durante algum tempo inevitavelmente acima da internacional). Em segundo lugar, a credibilidade da âncora cambial e sua sustentação dependerão da demonstração pelo governo da determinação para conferir prioridade máxima ao objetivo da estabilização e de fato, conseguir manter a inflação em níveis reduzidos, preferencialmente abaixo do que ocorreu nos primeiros anos pós-plano no México e na Argentina.

Embora uma sobrevalorização cambial na escala observada nestes países possa até vir a ocorrer aqui também sem comprometer o programa de estabilização, caberia evitar, no nosso caso, a reprodução de aspectos indesejáveis das experiências argentina e mexicana: o déficit elevado e crescente nas transações correntes com o exterior (Tabela 9), a dependência cada vez maior de capitais externos para fechar o balanço de pagamentos, perda de competitividade externa da indústria nacional e incertezas sobre o desempenho futuro da economia.

Tabela 9
Saldo em transações correntes e balança comercial

Ano (1)	Transações Correntes					
	Argentina	México	Brasil	Argentina	México	Brasil
-1	1903	3968	-637	8628	8433	13072
0	-2810	-2443		4423	1668	
1	-8381	-3958		-1450	-645	
2	-8973	-7117			-4433	
3		-13785			-11329	
4		-22811			-20677	

Fontes: FMI, International Financial Statistics; Banco Central do Brasil.

Nota: (1) O ano 0 corresponde ao ano do programa de estabilização.

Os dados para o último ano, no caso da Argentina, são estimativas.

Para impedir uma valorização excessiva do real, a alternativa usada pelo governo a princípio (até setembro) foi avançar na liberalização do mercado de câmbio, tentando com isto reforçar a demanda por dólares. Assim foram adotadas medidas como a permissão para pagamento antecipado de dívidas e de importações e criou-se o Fundo de Investimentos no Exterior (com mínimo de 60% da carteira em títulos da dívida externa). Além disso, o Banco Central, que ficara completamente fora do mercado de câmbio em julho e agosto, realizou em setembro as suas primeiras intervenções neste mercado, mas ainda de forma meramente pontual. Diante dos resultados insatisfatórios destas medidas e do agravamento das pressões contra o dólar após o desfecho das eleições presidenciais, o governo tomou novas providências em outubro. De um lado, passou a intervir de forma muito mais ativa no mercado de câmbio, com o intuito de por limites à valorização do real e também de evitar oscilações mais bruscas da taxa de câmbio; ainda que sem se comprometer formalmente com uma banda de flutuação, o Banco Central vem procurando, aparentemente, adotar um regime de câmbio semi-administrado, com a taxa de câmbio permanecendo dentro de uma faixa estreita de flutuação. Do outro, adotou, em outubro, medidas

para inibir a entrada de recursos externos no país e estimular ainda mais a demanda por dólares. Assim, foram reduzidos os prazos dos ACCs e passou a ser exigido dos exportadores que discriminem o produto a ser exportado, elevou-se a tributação (IOF) sobre a entrada de recursos externos (sobre aplicações de renda fixa e operações de *eurobonds*) instituiu-se um compulsório sobre operações de "assunção de dívida" feita pelos bancos junto a importadores, além de serem concedidos maiores facilidades para a saída de dólares (liberação de compra de dólares para turismo e remessas diversas). Mas mesmo após este conjunto de medidas, o Banco Central permanece encontrando dificuldades para sustentar a taxa de câmbio, sem intervir mais pesadamente no mercado de câmbio como comprador de divisas, alternativa que o Banco Central tem procurado evitar para não inviabilizar o controle monetário.

6. CONTROLE DA LIQUIDEZ

Finalmente, o desafio fundamental do Plano Real para consolidar, mais adiante, a estabilização consistirá em assegurar ao Banco Central condições efetivas para o controle da liquidez. A intenção explícita do governo tem sido praticar uma política monetária ativa, sujeita, inclusive, aos limites de emissão de moeda definidos na MP do real. Mas as dificuldades foram crescentes para o cumprimento das metas monetárias, o que levou o governo, agora em outubro a alterar os limites originalmente fixados para o último trimestre do ano.

O estouro das metas monetárias, por si só, não tem maior significado para a estabilização, já que estas metas foram fixadas de forma arbitrária, pela impossibilidade de se saber previamente como evoluiria a demanda por moeda. O que preocupa é que o comportamento atual da economia (aquecimento e repique da inflação) sugere que a remonetização pode estar sendo excessivamente rápida. De modo mais geral, a questão colocada é se, passada esta fase inicial de remonetização, haverá condições, de fato, para o controle da liquidez pelo Banco Central.

Pelo exame dos fatores condicionantes da base monetária (Tabela 10), percebe-se que a expansão monetária até agora vem decorrendo integralmente do resgate de títulos públicos, e não do impacto monetário do déficit do Tesouro (inexistente), da compra de divisas pelo Banco Central (fator neutralizado pela sua virtual ausência do mercado de câmbio e predominante no período janeiro/junho) ou da assistência financeira de liquidez a instituições financeiras. Com a troca pelo público de quase-moeda por moeda (M_1) devido à queda drástica da inflação, as instituições financeiras vem, em simultâneo, se desfazendo dos títulos públicos, de modo a dispor de recursos para atender ao recolhimento compulsório de reservas no Banco Central. E este tem sido o mecanismo básico por trás do crescimento da base monetária.

Tabela 10

Fatores condicionantes da base monetária

Saldos Acumulados no Mês - Médias Mensais Em R\$ milhões

Período	Var. da Base	Oper. Com Tes. Nac.	Oper. com Tít. Fed.	Oper. com Set. Ext.	Sist. Financ. (1)
Jan-Jun	1039	-113	-1580	2521	210
Jul-Set	3203	-797	4764	57	-821

Fonte: BACEN - Nota para a Imprensa.

Nota: (1) Empréstimos de liquidez e reservas compulsórias sobre depósitos remunerados.

A expansão monetária em curso tem sido referida pela equipe econômica como de "boa qualidade", porque resultaria, essencialmente, da confiança da população na nova moeda, e não do déficit fiscal, da entrada de divisas no país adquiridas pelo Banco Central, ou de socorro a instituições financeiras em dificuldades. Deve-se ter em conta, porém, que a distinção entre o crescimento saudável do estoque de moeda e o inflacionário depende do comportamento da demanda por moeda, e não, simplesmente, dos fatores responsáveis pelo aumento da base monetária. Mesmo impulsionada apenas por resgates de títulos públicos (como contrapartida da conversão pelo público de ativos financeiros em M₁) há, evidentemente, o risco de que a expansão monetária exceda o aumento da demanda real por moeda e tenha conseqüências inflacionárias.

Outro aspecto a considerar na expansão recente da liquidez refere-se ao comportamento dos agregados monetários mais amplos, como o M₄ (total dos ativos financeiros em poder do público). Como os ativos financeiros possuem, em regra, liquidez elevada, e parte substancial da moeda demandada pelo público para fins transacionais permanece sendo mantida nestes ativos "não-monetários", pode-se argumentar que os agregados mais abrangentes mediriam melhor a evolução da liquidez. Por este critério, como mostra a Tabela 11, os resultados da política monetária têm sido positivos. A expansão mensal nominal do M₄ caiu de 47% em junho para apenas 3% em agosto e setembro. Em julho, o M₄ ainda crescera bastante (12%), mas devido, sobretudo, aos juros nominais elevados de junho (pela alta inflação) terem sido creditados ao longo deste mês nas aplicações financeiras, em particular nas cadernetas de poupança.

Tabela 11

Agregados monetários

Variação Mensal dos Saldos do Final de Mês (em %)

Período	M1	M2 (1)	M4 (2)
Junho/94	81	54	47
Julho	46	7	12
Agosto	19	0	3
Setembro	23	3	3

Fonte: Banco Central do Brasil.

Notas: (1) M1+FAF e FRF-Curto Prazo+DER+Tít.Fed. em poder do público;

(2) M2+Depósito de Poupança em Títulos Privados.

De todo modo, o M₄ deverá continuar se expandindo nos próximos meses por conta das taxas de juros elevadas. E o crescimento nominal de ativos financeiros com a característica de quase-moeda, ainda que moderado, poderá dificultar o controle monetário (base monetária/M₁), dado o regime monetário ainda vigente em que o Banco Central acaba garantindo a liquidez dos ativos financeiros, via conversão de títulos públicos em base monetária quando as instituições financeiras necessitam de recursos. Desmontar gradualmente este regime de moeda indexada com liquidez garantida pelo Banco Central será - o lado da manutenção do equilíbrio fiscal (ainda por equacionar em 1995) - um desafio crucial a ser vencido para que o Banco Central venha a dispor de condições efetivas para o controle da liquidez e a consolidação da estabilização.

7. PERSPECTIVAS

A recente piora dos resultados do Plano Real, no seu segundo trimestre de existência, não constitui necessariamente um sintoma de retomada de uma trajetória da inflação ascendente, e nem tais revezes são exclusividade do plano brasileiro. Mas não resta dúvida que o programa de estabilização defronta-se, no momento, com dificuldades e riscos não desprezíveis: alta da inflação para cerca de 3% ao mês, com tendência suave de queda, mas ainda fechando o ano elevada (provavelmente em torno de 2,5%) para uma economia que pretende obter a estabilidade de preços; riscos de que se generalize a indexação informal dos salários, o que, somado à indexação formal (pelo IPC-r) existente, tenderia a tornar a inflação muito resistente à queda; sobrevalorização cambial já bastante acentuada e dificuldades do Banco Central para reverter este quadro sem comprometer o controle monetário; incertezas sobre a capacidade do Banco Central de controlar a liquidez no regime monetário vigente e sobre o quadro fiscal no próximo ano.

Até aqui, o Plano Real apoiou-se, fundamentalmente, num processo bem sucedido (e original) de desindexação da economia através do mecanismo da URV, e tem como principal âncora a taxa de câmbio. Devido à valorização nominal da moeda nacional desde 1º julho e o teto fixado de R\$ 1,00 para a cotação do dólar (que tem o suporte de um volume extremamente elevado de reservas e não deverá ser modificado durante um longo período), a taxa de câmbio tende a inibir a alta de preços dos "tradables" e contribui para dar mais credibilidade para a nova moeda. Ao mesmo tempo, a opção do programa de estabilização tem sido por praticar uma política monetária ativa, sujeita, inclusive, a limites da emissão de moeda, o que a despeito da impossibilidade de cumprimento das metas originais (recentemente revistas) ainda permanece sendo um objetivo da política econômica. Deste modo, o Plano Real mantém um certo hibridismo, tentando combinar a ancoragem cambial com o controle monetário.

Ocorre que, devido às altas taxas de juros praticadas (em particular, para os tomadores de crédito), permanece existindo um forte estímulo à entrada de recursos externos reais. Em decorrência, mesmo com as medidas que vem sendo adotadas para estimular a demanda por dólares e restringir a entrada de capitais externos, e com a participação mais ativa do Banco Central no mercado de câmbio desde outubro, continua sendo difícil impedir a sobrevalorização cambial. O problema de fundo é que tem

havido, na prática, uma nítida dificuldade de compatibilizar os objetivos da política monetária (conter a demanda e assegurar o controle monetário) e da política cambial (evitar a valorização excessiva do real). Como reverter o quadro de sobrevalorização cambial (induzido pelas taxas de juros e restrições ao crédito via compulsórios) sem que o Banco Central tenha que comprar divisas em excesso e renunciar à prática de uma política monetária ativa é o grande desafio presentemente da política cambial. Note-se que uma valorização excessiva do real, além de poder causar graves danos ao setor produtivo, poderia comprometer, em seguida o próprio programa de estabilização, na medida em que passasse a ser percebida como um represamento artificial (porque insustentável) da taxa de câmbio, configurando um quadro de inflação reprimida.

Além da sobrevalorização cambial, outro problema sério do plano, a curto-prazo, reside no fato de que a indexação formal da economia ainda não foi inteiramente suprimida, e há riscos de que, com a alta recente da inflação, a indexação informal dos salários (que vem se expandindo) se generalize. Além do eventual aumento da indexação informal dos salários, duas formas de indexação ainda existentes tendem a ser particularmente nocivas para a obtenção da estabilidade de preços: i) a indexação dos salários pelo IPC-r até a primeira data-base de cada categoria; ii) a indexação da "moeda", dado que ainda não houve maiores alterações no regime monetário de antes do real, e Banco Central, através de zeragem da posição em títulos públicos das instituições financeiras, garante a liquidez para estas sem maiores custos, o que viabiliza a permanência de ativos financeiros com a característica da moeda indexada (combinando liquidez e rentabilidade) e tende tornar precário o controle monetário. Dada a permanência da indexação, sob estas diversas formas, e a alta recente da inflação, esta dificilmente recuará de modo mais significativo (abaixo de 2%) nos próximos meses, a menos que haja uma queda mais acentuada do nível de atividade neste período que possa "quebrar" as resistências à queda da inflação impostas pela indexação.

Diante das dificuldades que o programa de estabilização vem enfrentando, duas alternativas se colocam. A primeira seria manter as linhas básicas do atual programa (câmbio flutuante e política monetária ativa), mas adotando-se um conjunto de medidas adicionais para reforçá-lo. A segunda alternativa consistiria numa mudança radical da política econômica, dando mais nitidez à âncora cambial (adotando uma taxa fixa de câmbio ou um compromisso formal com uma banda de flutuação, e a plena conversibilidade do real) e renunciando-se à prática de uma política monetária ativa. Nesta hipótese, à semelhança do Plano Cavallo, a expansão monetária ficaria condicionada à variação das reservas internacionais e a fixação de metas monetárias perderia sentido.

De qualquer forma, mesmo na primeira alternativa acima, a tendência é que se tomem medidas mais efetivas para sustentar a taxa de câmbio nos próximos meses, impedindo o prosseguimento do quadro atual de valorização, que poderia por em xeque a própria credibilidade da âncora cambial daqui a algum tempo. Neste sentido, haveriam novas restrições a entrada de recursos externos, avanços na liberalização do mercado de câmbio em direção à plena conversibilidade e mesmo uma presença ainda mais ativa do Banco Central no mercado de câmbio, ainda que às custas de algum prejuízo para o controle monetário. Ao mesmo tempo, nesta alternativa, o governo procuraria avançar no sentido de desindexação geral da economia (em particular, dos salários), da desmontagem do regime de moeda

indexada (acabando com a zeragem dos títulos públicos e adotando novas medidas para alongar o prazo das aplicações financeiras).

Quanto à segunda alternativa, a de tornar o Plano Real semelhante ao Plano Cavallo, as vantagens apontadas pelos seus defensores é que acabariam as dificuldades da compatibilização entre as políticas cambial e monetária e haveria um ganho considerável de credibilidade para o real derivado da livre conversibilidade com taxa fixa de câmbio (ou uma banda de flutuação bem definida) e da regra de lastro para a emissão de moeda. Neste contexto, imagina-se que as taxas de juros internas poderiam rapidamente baixar para o nível das taxas internacionais mais o risco Brasil e a desindexação da economia poderia ser favorecida.

A proposta de transformar o Plano Real no Plano Cavallo envolve, no entanto, alguns riscos consideráveis. Caso a opção seja fixar, de imediato, uma determinada taxa de câmbio, coloca-se o problema da taxa de câmbio a ser escolhida. Sendo próxima da atual, há o risco de rapidamente se chegar a uma defasagem cambial insuportável, se a taxa de inflação não convergir logo para os níveis internacionais. Se o nível for muito distante do atual (próximo ou igual ao teto atual), isto implicaria uma maxidesvalorização que dificilmente deixaria de ter sérias conseqüências inflacionárias. Outro ponto a destacar é que não é nada evidente no atual contexto, que estas medidas permitam uma imediata redução das taxas de juros e a desindexação da economia. Note-se que, no caso argentino, grande parte da riqueza financeira já estava dolarizada, de modo que a fixação da taxa de câmbio teve, por si só, o efeito de estabilizar, em termos nominais, boa parte do estoque de ativos financeiros. E juros baixos (mas altos em dólar) garantiram que não houvesse fuga dos ativos financeiros denominados em moeda nacional. No nosso caso, há uma enorme massa de ativos financeiros domésticos, e dificilmente se poderia baixar instantaneamente as taxas de juros para níveis inferiores aos da inflação (medida pelos índices correntemente divulgados) sem provocar saques destas aplicações e prejuízos para a estabilização. Como nos próximos meses, devido aos mecanismos de indexação hoje existentes, a inflação ainda deverá permanecer razoavelmente elevada, isto significaria que as taxas de juros nominais (e reais em dólar) permaneceriam muito altos durante algum tempo. Nesta hipótese, a expansão monetária proveniente de entrada de recursos externos poderia ser muito forte, porque o Banco Central seria forçado a comprar divisas para sustentar uma determinada taxa de câmbio. E nada garante que o aumento de demanda real por moeda (decorrente de sua maior credibilidade) seria suficiente para evitar que este aumento da quantidade de moeda não fosse inflacionário.

Apesar dos problemas atuais do Plano Real, não parece haver riscos de retorno a uma trajetória de inflação ascendente. A manutenção da âncora cambial, num contexto de abertura crescente da economia e reservas internacionais elevadas, tenderá a atuar de forma cada vez mais poderosa, nos próximos meses, como fator inibidor da alta de preços de um conjunto ponderável de setores da economia. E sendo mantido o equilíbrio fiscal de caixa (a despeito da situação fiscal ainda precária) e avançando-se um pouco no sentido da desindexação da economia, como deverá ocorrer no início do novo governo, estarão dadas as condições para afastar o cenário adverso da perda de controle sobre a inflação.



Ajudando o Brasil a expandir fronteiras

www.funcex.com.br

Endereço/Adress

Av. Rio Branco, 120, Grupo 707, Centro
20.040-001 Rio de Janeiro RJ - Brasil

Telefones/Calls

(55.21) 2509-2662, 2509-4423

Fax

(55.21) 2221-1656

E-mail

funcex@funcex.com.br