

TEXTO PARA DISCUSSÃO

Política de Câmbio e Juros

vs.

**Dolarização Programada e
Banco Central Independente**

Fernando Nogueira da Costa

Prof. Dr. IE-UNICAMP

SCUSSÃO nº 4

Janeiro/92

INSTITUTO DE ECONOMIA

UNICAMP

POLÍTICA DE CâMBIO E JUROS VS.

DOLARIZAÇÃO PROGRAMADA E BANCO CENTRAL INDEPENDENTE

Fernando Nogueira da Costa

Prof. Dr. IE-UNICAMP

ÍNDICE

	pág.
INTRODUÇÃO.....	01
POLÍTICA CAMBIAL.....	05
DESVALORIZAÇÃO CAMBIAL.....	11
DOLARIZAÇÃO CRÔNICA.....	24
DOLARIZAÇÃO PROGRAMADA.....	28
BANCO CENTRAL INDEPENDENTE.....	36

Campinas, janeiro de 1992.

POLÍTICA DE CÂMBIO E JUROS VS.

DOLARIZAÇÃO PROGRAMADA E BANCO CENTRAL INDEPENDENTE

Fernando Nogueira da Costa
Prof. Dr. IE-UNICAMP

INTRODUÇÃO

Política monetária e política cambial são correlacionadas. A relação câmbio/juros influencia diretamente um dos meios de entrada de moeda na economia: os fluxos externos. Estes podem ser responsáveis pela criação ou destruição de meios de pagamentos numa economia aberta. Quando um banco compra cambial de um exportador e paga com moeda manual ou escritural, está adquirindo um haver não-monetário (na economia nacional) em troca de um monetário. O contrário ocorre quando os bancos vendem cambiais aos importadores em troca do recebimento de moeda.

Dois fatores fundamentais na expansão da base monetária são: (1) o aumento das reservas internacionais acumuladas por constantes superávits no balanço de pagamentos; e (2) a emissão para empréstimos de liquidez, suprimentos ao Banco do Brasil e cobertura do déficit do Orçamento Fiscal, não amparados pela colocação de títulos da dívida pública federal. Os recursos monetários para financiar essas operações que expandem a base monetária (passivo monetário do orçamento da autoridade monetária) correspondem ao papel moeda colocado em circulação e aos depósitos compulsórios

e voluntários que os bancos comerciais mantêm junto ao banco central.

As alterações ocorridas no nível de reservas internacionais são registradas nas contas cambiais, rubricas no Orçamento Monetário que variam em consequência da variação dos estoques de moeda estrangeira, influenciadas pelas variações na taxa de câmbio. Sempre que há expansão do nível de reservas do país, há um fator de expansão da base monetária, porque a moeda estrangeira é convertida em moeda nacional. Se o país perde reservas - p. ex., "vende" mais dólares aos importadores ou devedores (para liquidar dívidas externas) que "compra" dos exportadores -, a base monetária se contrai.

Na história recente do país, o balanço comercial pesa mais do lado das exportações do que das importações. Com a suspensão do pagamento da dívida externa, quando a oferta de dólares é maior que a procura, a cotação cai. Esse desequilíbrio se acentua com a elevação da taxa de juros, através dos sucessivos leilões do Banco Central, aceitando propostas de pagar mais que a taxa de juros do mercado para colocar títulos de dívida pública, no intuito de retirar dinheiro de circulação. Assim, o exportador prefere trocar logo os seus dólares por cruzeiros, para aplicá-los ou evitar a tomada de um empréstimo.

Os exportadores têm a seu favor um prazo de 45 dias depois do embarque da mercadoria para fechar o contrato de câmbio. Podem aguardar esse período na

expectativa de que o câmbio num futuro próximo seja mais compensador do que os juros correntes. Na dúvida sobre as perspectivas de valorização da moeda estrangeira, na relação câmbio/juros, é mais negócio antecipar a venda dos dólares e ir com cruzeiros para a aplicação financeira, ou evitar pagar mais por um empréstimo para capital de giro do que o provável ganho cambial.

Entre os fatores que fazem a cotação do dólar comercial subir estão, por exemplo, a alta do preço de petróleo, que aumenta os gastos da Petrobrás, maior compradora de dólares depois do Banco Central; o fim do financiamento obrigatório para compras externas e a redução das alíquotas do imposto de importação; a formação de reservas para o pagamento da dívida externa. A queda do dólar comercial, normalmente, está ligada à maior participação das exportações no balanço comercial; antecipação da troca de dólares de exportação por cruzeiros para aplicação no mercado financeiro; suspensão do pagamento da dívida externa.

Vamos, neste texto, inicialmente, examinar como a política monetária e a política cambial estão relacionadas. O impacto monetário do balanço de pagamentos (ou o movimento das reservas cambiais), entre outros fatores, não permite o controle monetário rigoroso. A decisão exógena de fixar câmbio e taxa de juros, e não a influência direta sobre a conversão cambial, é a política possível ao Banco Central. Em seguida, veremos que, mesmo com a mudança do regime cambial para câmbio flutuante, o Banco Central estabelecendo as

necessidades de reserva cambial é fundamental para definir o nível do câmbio. Há então uma gestão cambial com autonomia relativa, pois os especuladores contra o valor do dólar, em certas circunstâncias, encurralam o maior participante do mercado, o BACEN.

A dolarização crônica da economia argentina distingui-se da ameaça de dolarização da economia brasileira. Plano de estabilização semelhante ao recentemente aplicado na Argentina certamente não terá bons resultados aqui, pois o Brasil não possui os pré-requisitos adequados. Analisaremos como elocubrações de economistas a respeito da antecipação "controlada" da dolarização da economia nacional - a dolarização programada -, para saltar etapas no processo de hiperinflação e (imagina-se) em sua estabilização, possuem alto risco de descontrole. Da mesma forma, veremos no tópico final, a criação de Banco Central independente não é nem requisito necessário nem suficiente, para tentar controlar o câmbio e a moeda.

POLÍTICA CAMBIAL

Na economia brasileira, a gestão cambial é uma das áreas mais sensíveis da política econômica, em função dos compromissos da dívida externa e da tentativa de equilíbrio entre a geração de superávit comercial e o combate à inflação. A adoção de câmbio flutuante pelo governo Collor, através da liberação de preços no câmbio comercial, não significou, de início, como esperavam alguns, corrida contra a moeda nacional, fuga de capitais e queda nas reservas internacionais. Pelo contrário, a nova política cambial ampliou o raio de manobra do Banco Central. No sistema antigo, sua atuação era praticamente passiva, no sentido de comprar e vender divisas a uma taxa cambial fixada extra mercado, via atrelamento da desvalorização cambial à inflação passada, pelas mini-desvalorizações.

Os condutores da política cambial e da política monetária viviam um permanente impasse entre manter uma taxa de câmbio atrativa, estimular exportações e, portanto, adquirir divisas - expandindo em consequência a base monetária - ou controlar esta para, num argumento monetarista, combater a inflação. Com isto, acabavam atrasando a desvalorização cambial, diminuindo o saldo do balanço comercial e criando especulações de que maxidesvalorização seria inevitável.

Na área cambial, a principal mudança foi a troca de objetivos: ao invés de fixar diariamente o

valor da taxa de câmbio, o BACEN passou a perseguir uma meta (não divulgada) de reservas internacionais. O câmbio passou, então, - em tese - a flutuar ao sabor das forças de mercado, mas com vista a esse objetivo estratégico. Na realidade, o impacto monetário de suas eventuais intervenções no mercado cambial não deixou de ser considerado. Assim, passou-se a um sistema de câmbio flutuante dentro de determinados parâmetros ("flutuações dirigidas ou suja" - **dirty floating** - contrapondo-se às "flutuações livres ou limpas" - **clean floating**).

Neste sistema, supõe-se que oscilações mensais da taxa de câmbio real não provoquem reações imediatas dos agentes econômicos, porque há contratos de exportação a cumprir e participações de mercado a defender. No entanto, **câmbio flutuante** não implica na ausência de controle governamental. Pelo contrário, não sendo mais obrigado a desvalorizar a taxa de câmbio pelo percentual inflacionário verificado a cada mês, o BACEN pode intervir no mercado, em caso de expressiva defasagem cambial, e colocar a taxa de câmbio em nível considerado mais favorável ao acúmulo de reservas cambiais. Não se deve permitir atraso cambial tal que implique o risco associado a maxidesvalorizações cambiais. A função estabilizadora deve ser exercida ao longo das tendências marcantes, evitando intervenção cotidiana ou abrupta.

Este sistema deixa o mercado conviver com um pouco mais de risco. À custa de venda de divisas

e/ou ouro pelo BACEN, o mercado paralelo de dólares encolhe-se e o ágio em relação ao dólar comercial estreita-se. Com isto, o subfaturamento das exportações e o superfaturamento das importações diminuem, com benefício no balanço comercial. Com a liberação das operações no mercado de taxas flutuantes, a atuação da autoridade monetária - antes de outubro de 1991 - se dá via uso de instrumentos legais de arbitragem com ouro.

O ouro é um ativo financeiro com preço internacional. Em qualquer centro financeiro mundial, a onça troy (31,104 gramas) tem seu preço fixado em dólar. Para um país, ter reserva em ouro é o mesmo que ter em dólar. Quando o BACEN troca uma posição de suas reservas internacionais por cruzeiros (um importador ou devedor compra), diminui a quantidade dessa moeda nacional em circulação. Assim, quando o BACEN vende ouro, provoca queda do preço do metal e pode controlar o tamanho do ágio (diferença) do dólar paralelo em relação à cotação oficial (do comercial). Como ouro e dólar se baseiam na mesma cotação, os doleiros utilizam o metal para lastrear (garantir) suas operações. Quando o BACEN compra ouro, troca uma posição em cruzeiros por ouro cotado em dólar. Na prática, aumenta a quantidade de cruzeiros existentes no mercado (o que pode ser contrabalançado pela política de juros) e reforça sua posição nas reservas internacionais.

A liberalização cambial promovida pelo governo Collor, num primeiro momento, reduziu o mercado paralelo do dólar e diminuiu as possibilidades de

ganho financeiro para seus investidores. Antes do Plano Collor 1, a diferença entre as cotações do mercado paralelo e do câmbio oficial estava em cerca de 120%. Depois de 31 de agosto de 1990, quando alcançou 14,27%, até meados do ano seguinte (junho de 1991), em nenhum momento o ágio voltou a superar este patamar. Em outubro de 1990, o ágio chegou perto de 5%, seu ponto mínimo até então. Os dois índices, no entanto, perderam para a inflação do período. Mas a correção do oficial com índices próximos ao da inflação é fundamental na política cambial, inclusive para não elevar expectativas de maxidesvalorização. No próximo tópico, trataremos deste tema.

A partir de 12 de agosto de 1991, o BACEN passa a atuar no mercado cambial através de leilões executados por 15 **dealers**, ou seja, instituições que atuam no mercado em seu nome. Entre os 123 bancos que possuem carteiras de câmbio, o critério de escolha dos **dealers** foi o volume de recursos negociado no interbancário. O BACEN acabou deixando de lado grandes bancos que têm importantes carteiras de dólar comercial, mas que atuam mais junto a exportadores e importadores do que no mercado interbancário de câmbio.

Este novo mecanismo operacional permite mais transparência e agilidade para os negócios com dólar comercial, na medida em que todas as instituições passam a conhecer ao mesmo tempo que preço de dólar o BACEN está disposto a aceitar. Quando as cotações sobem mais do que deveriam, o BACEN aciona seus **dealers** e realiza um leilão para

a venda de dólares. Quando as cotações caem demasiadamente, acontece um leilão para a compra de dólares.

Pelo sistema anterior, o BACEN atuava no mercado como qualquer outra mesa de câmbio, podendo estar comprando muitos dólares, mas passava a impressão para o mercado de estar vendendo. Sua atuação junto às instituições nem sempre era uniforme (concentrava suas operações junto a poucas instituições), obscurecendo sua real intenção, que dependia dos objetivos das políticas cambial e monetária. Com os leilões, as metas diárias continuam desconhecidas, mas os bancos sabem ao mesmo tempo em que ponta (compra ou venda) o BACEN está atuando. Sua sinalização fica mais evidente. As mudanças permitem maior liquidez para o mercado. As instituições **dealers** passam a ter disponibilidade para comprar e vender moeda com o restante do mercado durante todo o dia.

A equipe econômica da ex-ministra Zélia, que conduzia a política econômica anteriormente, priorizava conter a inflação e a questão dos credores internacionais ficava para segundo plano. Isso dava mais força para o BACEN intervir no mercado cambial. A partir do momento que o governo volta a privilegiar a questão externa, o mercado percebe essa conduta e são criadas expectativas que acabam enfraquecendo o poder de intervenção do BACEN.

Com o país em moratória, estimulava-se as compras externas sob o argumento que a competição

seria uma maneira de arrefecer a alta de preços. Não se preocupava tanto com o superávit comercial necessário para o pagamento da dívida externa. Alguns críticos desta postura queriam que se definisse logo a programação de pagamentos de juros da dívida, de forma que a taxa de câmbio fosse mais real, refletindo essa demanda adicional. Às críticas quanto à demanda por dólares que faltava, o responsável pela política cambial respondia que se restringia à dívida velha, contraída antes de 1983, e aos débitos atrasados dos governos e empresas estatais, e recomendava paciência. Primeiro, dever-se-ia esperar a renegociação da dívida. Segundo, pelo saneamento financeiro do setor público, de forma que gerasse superávits suficientes para comprar os dólares que precisava para honrar a dívida. Até que a paciência do mercado esgotou-se...

DESVALORIZAÇÃO CAMBIAL

Desde quando implantou-se o regime de **câmbio flutuante**, sabia-se que país estaria contabilmente falido se fosse saldar os US\$ 10,6 bilhões da dívida externa em atraso. Consumiria toda sua reserva cambial (estimada então em US\$ 8,1 bilhões), teria de vender todo o ouro que possuía e receber débitos de parceiros como Bolívia, Paraguai e Polônia. Tanto os banqueiros internacionais e o FMI, quanto os especuladores com dólar conheciam esta situação. Sabiam também que o limite mínimo de reservas internacionais líquidas (estipulado pelo Senado Federal) devia corresponder a quatro meses de importação (cerca de US\$ 6,7 bilhões). Atingido este patamar, por lei, não se poderia efetuar pagamento da dívida externa. A ruína dessas reservas passava a ser um dado essencial na mesa de negociações e na especulação com o dólar.

O superávit comercial, p. ex., de US\$ 16 bilhões em 1989, contava pouco face ao restante das contas - particularmente a do movimento de **capitais** - com o exterior, no balanço de pagamentos. Em 1989, o país deveria pagar US\$ 33,4 bilhões, ou seja, duas vezes o que conseguia obter de moeda estrangeira via exportações, descontadas importações. Por força de acordos anteriores, refinanciou US\$ 28 bilhões. A conta **serviços** registrou US\$ 14,9 bilhões negativos, contando juros em atraso, US\$ 2,4 bilhões de remessas de lucros e dividendos, e US\$ 2,4 bilhões de

pagamentos de fretes e seguros. Agravava o quadro a escassez crônica de investimentos diretos no país.

O governo Collor, inicialmente, fez uma proposta tecnicamente consistente, mas não aceitável pelos credores. Para não ter de comprar dólares com emissão de títulos públicos ou de moedas - classificadas de fontes inflacionárias -, o governo teria sua **capacidade de pagamento** dada pelo montante do que o Tesouro Nacional obtivesse em superávit fiscal.

O setor público é responsável por cerca de 90% da dívida externa brasileira, que atinge cerca de US\$ 116 bilhões, devido ao seu processo de estatização, ao longo da década passada, provocado pela falta de reservas cambiais para remessa dos dólares aos credores internacionais. O setor privado depositava o montante em cruzeiros no Banco Central, no dia de pagamento de sua dívida, mas este não remetia o equivalente em dólares, sob a alegação de proteção de reservas, assumindo a responsabilidade do pagamento posterior.

A discussão sobre a defasagem (ou não) do câmbio, frequentemente reaparece sem que se coloque o referencial setorial e/ou empresarial indispensável. Para poder exportar, o produtor brasileiro necessita, no mínimo, oferecer um preço, em dólares, equivalente àqueles praticados no mercado internacional. Portanto, a necessidade de câmbio para tornar cada produto nacional competitivo mundialmente depende de um patamar tal que sua relação custo interno / preço externo

("dado") não comprometa sua rentabilidade. Em outras palavras, como na cadeia produtiva brasileira há diferentes níveis de produtividade (e competitividade), em qualquer nível de câmbio, sempre haverá empresas com "folga" e setores para os quais o câmbio estará "defasado".

Na política de câmbio flutuante, seu nível - em teoria - fica por conta do mercado, ou seja, do confronto entre os vendedores de dólares - os exportadores - e os compradores - os importadores, as empresas que precisam remeter dinheiro (lucros, dividendos, etc.) para o exterior e o BACEN. Mas, em última instância, são as necessidades das reservas cambiais, estabelecidas por este último, que definem o nível do câmbio. Possuindo capacidade de emissão de meios de pagamentos, as compras de dólares pelo BACEN pressionam as cotações do dólar, viabilizando novas exportações, inclusive daqueles produtos que anteriormente não possuíam competitividade.

Portanto, a grande discussão sobre a política cambial brasileira é a respeito do nível das reservas internacionais que o BACEN deve manter: se o suficiente ou não para pagar os compromissos externos. Quando os pagamentos aos credores internacionais são retomados, o câmbio fica defasado.

Há duas maneiras através das quais os dólares entram na economia nacional: a comercial e a financeira. Tanto pela defasagem cambial, como pela desaceleração do comércio mundial e pela relativa

liberalização das importações, os superávits no balanço comercial brasileiro vinham caindo, nos primeiros 9 meses de 1991. O lado financeiro vinha ajudando a sustentar as reservas. Mas houve interrupção nessas operações financeiras, em um momento que o governo tinha decidido desembolsar dólares para pagamento dos juros atrasados da dívida externa. As reservas cambiais estavam sob o risco de atingir o limite abaixo do qual todos os pagamentos externos ficariam suspensos, por resolução do Senado.

Com a necessidade de corrigir o câmbio, um ajuste gradativo - aproveitando-se a flexibilidade permitida pelo sistema de câmbio flutuante - seria uma opção menos traumática para as expectativas inflacionárias. Porém, esta hipótese foi afastada pela falta de reservas suficientes para controlar a onda especulativa "altista". Um ano antes, em outubro de 1990, um ajuste gradualista obrigou o BACEN a jogar no mercado muito ouro, para segurar o movimento especulativo desencadeado. Desta vez, em 30 de setembro de 1991, o BACEN não teve reservas suficientes para amortecer a alta.

Neste dia de fechamento dos balanços dos bancos, estes não queriam se revelar a descoberto, ou seja, efetuando operações sem o respectivo lastro. Pela alta taxa de juros que estavam recebendo por cruzeiros, muitos bancos estavam trabalhando a descoberto, isto é, registrando operações em dólar sem possuir os dólares. Quando, no segundo leilão para comprar dólares que realizou no dia, o BACEN comprou a moeda a até Cr\$ 471,00,

enquanto a cotação de mercado era de Cr\$ 467,20, as cotações explodiram, com sua sanção, pois não deu qualquer sinal para a estabilização das taxas. Assim, nas palavras do diretor da Área Externa do BACEN, "o mercado encontraria seu novo ponto de equilíbrio sem artificialismos"...

O juro corria na frente do dólar. Com os bancos ficando "vendidos" em dólar, podiam aplicar seus recursos em cruzeiros para render juros. A especulação de várias instituições financeiras era de que o ajuste cambial não se daria de forma abrupta, naquele momento. Permitiria então, quando viesse, acomodação gradativa. Enquanto isso, iriam embolsando como lucro a diferença entre os juros e a valorização do câmbio. O BACEN tinha condições de monitorar esta estratégia que levava o mercado a ficar "vendido" - e saber que, quando entrasse comprando dólares e ouro, o movimento para "zerar" as posições catapultaria as cotações. Mas não possuía condições de despejar dólares no mercado, quando começou a corrida dos bancos atrás deles, para fecharem suas posições, antecipando a alta que viria. Assim, a mididesvalorização de 17% - ocorrida em setembro de 1991 - provavelmente foi muito maior do que o esperado no BACEN.

Em um mercado de taxas flutuantes não há sentido em fazer uma desvalorização do cruzeiro de uma só vez. O comportamento da política cambial deve estar ligado ao fluxo de caixa, no fechamento do câmbio. Esta "quebra de regra" do sistema de câmbio flutuante trouxe de volta a expectativa de que o BACEN poderia sancionar, em outra ocasião,

uma maxi-desvalorização.

O mercado passou a viver uma "queda-de-braços". Depois da mididesvalorização, ao contrário do que se esperava, diminuíram os volumes de dólares vendidos pelos exportadores. Além disso, como muitos bancos foram pegos "vendidos" e foram obrigados a comprar dólares em más circunstâncias para "zerar" suas posições, passaram a ter mais cautela, prevenindo-se com a compra diária de dólares. Esta realidade do mercado pressionava o BACEN para a posição de vendedor de dólares.

Quando o câmbio era administrado, depois de uma maxidesvalorização, a moeda voltava a ser corrigida de acordo com a inflação. Com o câmbio flutuante, o preço do dólar pode continuar disparado, se o BACEN se ausentar do mercado. Com isso se desfez a convenção de que o câmbio acompanhava de perto a TR (Taxa de Referência). Para evitar intervenção direta no mercado, vendendo dólares, o BACEN teve que influenciá-lo indiretamente, elevando ainda mais os juros.

A pressão exercida pelos exportadores sobre o movimento do câmbio, à espera de uma maxidesvalorização, corroeu praticamente após duas semanas todo o aumento de reservas que o país obteve com a mididesvalorização do cruzeiro, ocorrida em 30 de setembro de 1991. A queda no ganho de reservas e a diminuição no saldo dos contratos de compra e venda de moeda estrangeira indicavam que também os bancos estavam estocando dólares. Isso forçava o BACEN a se desfazer de

reservas para regular a oferta e o preço dessa moeda estrangeira. Mas se no final de julho as reservas eram de cerca de US\$ 8,9 bilhões, após os desembolsos para o acerto com os credores externos, se aproximavam do chamado "patamar crítico", em torno de US\$ 6,7 bilhões.

Foi quando, um mês após essa mal sucedida mididesvalorização cambial, o BACEN promoveu uma "maxi" dos juros - através do over elevou a taxa de juros em 8,36 pontos percentuais (passando para 41,87% ao mês) - e comunicou ao mercado financeiro que não venderia mais ouro. As cotações do ouro e do dólar paralelo explodiram. Houve também reflexos imediatos no setor produtivo da economia, através do aumento do custo financeiro para pagamento de compras a prazo aos fornecedores.

O mercado de crédito ficou restrito à rolagem de empréstimos por um dia (**hot money**), anteriormente concedidos. O **spread** (diferença entre os juros de captação e empréstimos) se alargou, face à incerteza de que os juros de empréstimos, ainda que elevados, fossem reais positivos. As taxas de captação não subiram tanto, pois a maioria dos bancos já tinha alcançado o limite do depósito compulsório: tudo que fosse captado a mais do que a simples renovação dos títulos que estavam vencendo acabaria obrigatoriamente depositado no BACEN, ou em dinheiro ou em títulos públicos. Além do movimento de encurtamento dos prazos de empréstimos, os bancos elevaram enormemente o grau de exigência de garantias, pois quem os procurava era considerado "cliente de risco". Os bancos

estavam muito seletivos, temendo uma nova onda de falências ou concordatas.

Na sua segunda tentativa, em menos de um mês, de recuperar níveis mais adequados de reservas cambiais, o BACEN tinha chegado à conclusão que vinha desperdiçando inutilmente reservas cambiais com sua política de vender ouro para controlar o ágio do dólar. A situação vigente na economia não era compatível com somente 10% de ágio entre as cotações do dólar comercial e o paralelo. O governo já não tinha reservas suficientes para gastar no controle do ágio.

Com a expectativa de uma maxidesvalorização, os exportadores vinham se recusando a trocar seus dólares por cruzeiros, preferindo adiar o fechamento dos contratos de câmbio. A alternativa das aplicações financeiras não era atraente, na medida em que a expectativa era que a inflação ultrapassaria os juros prefixados. Somente juros bem mais elevados ou então pós-fixados criariam para os exportadores a possibilidade de ganho na troca antecipada de dólares por cruzeiros. Por outro lado, os juros mais elevados penalizariam a operação de "carregamento de câmbio" ("adiantamento de contratos de câmbio" pelos bancos), na medida em que o exportador levantava empréstimos para sustentar seu capital de giro.

No final de outubro de 1991, o BACEN anunciou que deixava de vender ouro, sinalizando que as reservas tinham atingido nível crítico. Inexistia a tal "demanda incontrolável" que justificou sua

saída do mercado, mas surgiu uma "bolha especulativa" formada pela "sinceridade governamental". Da mesma forma, foi um equívoco promover a mididesvalorização (e não um ajuste cambial gradual) em setembro, quando o grosso dos pagamentos do país ao exterior já tinha ocorrido e não era um período favorável às exportações. Em setembro e outubro, na entressafra, sazonalmente os agro-industriais exportadores especulam contra o câmbio, "segurando" os contratos de exportação. A concomitante "fuga" de capitais externos que entraram no curto prazo, quando havia sobrevalorização cambial, pressionou a reserva cambial e precipitou a decisão do BACEN.

O câmbio e os juros estão "amarrados". A taxa de juros baixa favorece o ajuste fiscal-financeiro, mas desajusta o câmbio. Política monetária de feição tradicional praticamente inexistente: existe sim política de juros reais altos contra fuga de capitais para mercados especulativos. O governo foi obrigado a colocar o juro no lugar onde a desvalorização cambial o obrigou a ficar. Foi o juro alto, numa estação de especulação com estoques, que fez o "serviço sujo": a recessão que aplacou os ânimos.

Após a disparada das cotações do dólar paralelo, em outubro de 1991, alguns economistas precipitaram-se ao propagar que o clima de desespero em que o país se viu mergulhado era típico da hiperinflação, que era "quase um estado psicológico" (sic). Anunciavam que o país estava descontrolado e a economia rumava para o caos. Com

o duvidoso respaldo de uma ciência econômica que não lhes dá tamanha certeza e pretensão, opinavam que o governo executava choque liberal e apostava no "quanto pior, melhor", para obter entendimento nacional em torno do combate a inflação.

Uma das características dos mercados especulativos (mercados de risco como o da dupla "verde-e-amarela": dólar e ouro) é a oscilação brusca de preços no momento de incerteza. Os profissionais destes mercados são obrigados a trabalhar se antecipando aos fatos ou aos movimentos. Fazem isso porque sabem que, tanto nos movimentos de alta, como nos de baixa, quem vai ficar com o prejuízo (o "mico") é o que não se antecipou e comprou quando o preço atingiu seu máximo ou vendeu quando o preço atingiu seu mínimo. Nestes mercados, há uma tendência ao exagero, tanto para cima, como para baixo. O problema é que, no descontrole, nada tem um preço relativo - alto ou baixo - definido. A questão não é saber se ouro e dólar caíram ou subiram, mas sim se encontraram nesse ajuste brusco um patamar estável, que não leva a novas corridas especulativas.

O problema do governo não é exatamente o preço do ouro (e muito menos do dólar paralelo), mas sim a queda das reservas internacionais. Não se sabe a priori qual o tamanho ideal do ágio entre a cotação do dólar paralelo e do comercial, que torna vantajoso o reingresso de capital. O "ágio de equilíbrio" depende dos exportadores e pode não significar o fim da crise cambial. Se a diferença de cotações for considerada compensadora, a

operação realizada será a de mandar dinheiro para o exterior pelo oficial (via subfaturamento de exportações ou superfaturamento de importações), no que o país perde reservas cambiais, e trazer dinheiro pelo paralelo.

O ágio do dólar paralelo sobre o comercial caiu de 29,81%, no dia 31 de outubro de 1991, para 0,66%, em 11 de dezembro do mesmo ano, o menor desde o início do sistema de câmbio flutuante, em março de 1990. As razões para esta queda estão relacionadas com a política de juros reais elevados, reforçada pela queda das taxas de juros internacionais (a chamada de paridade de juros mostra relação inversa entre a taxa de juros interna, descontada a expectativa de desvalorização cambial, e a taxa de juros externa). Pressionadas pelo juro alto e pela recessão, muitas empresas passaram a repatriar capital (via "dólar cabo" e/ou swap in - "permuta para dentro" - em que uma empresa que atuava no Brasil recebia empréstimo de outra empresa do mesmo grupo que atuava no exterior) para atender as necessidades de capital de giro, escapando dos empréstimos bancários. Outras passaram a vender dólares para pagar o décimo terceiro salário. Mas a estratégia dos investidores era "fazer cruzeiros" para ganhar juros. Complementarmente, a política cambial do BACEN foi no sentido de desvalorizar o câmbio, acompanhando a TR. No mercado paralelo, não existiam compradores. No mercado do dólar comercial, o BACEN comprava e garantia uma correção diária perto da TRD. O ágio em queda era mais uma medida do "sufoco", resultado da política de câmbio

e juros, do que propriamente das expectativas.

O BACEN comprou, via leilões, na primeira semana de dezembro de 1991, cerca de US\$ 1 bilhão de exportadores e bancos. Havia um movimento de antecipação do fechamento do câmbio, porque a taxa de câmbio estava adequada e a expectativa sobre o movimento dos juros era de queda, para "calibrar" o ganho real sobre o índice inflacionário. Para o exportador, era mais negócio antecipar a venda do dólar, fazer cruzeiros e aplicá-los enquanto os juros estavam prefixados num patamar superior.

Esperava-se que o país fortalecesse suas reservas, porque naquela conjuntura vender dólares (e "fazer cruzeiros") era alternativa mais barata ao financiamento. O aumento das reservas elevaria a quantidade de cruzeiros em circulação, o que provocaria uma reação por parte da política de juros do BACEN.

A conclusão é que, ao contrário do que prega o discurso liberal, não é o livre jogo do mercado que resolve a curto prazo o problema cambial. O próprio mercado se apercebe disso e especula em relação a novas medidas intervencionistas "heróicas" do tipo, como veremos, "dolarização programada" ou "banco central independente". Clama pela volta da indexação pós-fixada, que facilita a convivência com a inevitável inflação. Os empresários pedem até mesmo por um congelamento de preços, que coloca uma regulação nos aumentos desconexos e abusivos de preços (dos "concorrentes" ou dos "fornecedores"...), permitindo elevação do poder

aquisitivo médio real dos salários que arrocharam
e, assim, desova dos estoques em que
especulativamente se imobilizaram.

DOLARIZAÇÃO CRÔNICA

A ameaça de hiperinflação levou vários economistas a falarem do risco de dolarização da economia brasileira. A imprensa passou a alertar sobre o que ficou conhecido como "efeito Orloff" - o Brasil estará amanhã como a Argentina está hoje.

Nesse debate, Bresser Pereira & Ferrer sustentam a tese de que "a dolarização crônica é um fenômeno especificamente argentino. É um processo que deve ser distinguido: 1. seja dos processos de 'dolarização aguda', que ocorreram nas hiperinflações clássicas (Áustria, 1922; Hungria, 1922 e 1946; Polônia, 1922; Alemanha, 1923); 2. seja da permanente 'ameaça de dolarização', que ronda a economia brasileira e todas as outras economias cuja inflação tende a se transformar em hiperinflação" (1).

A dolarização da economia é o processo através do qual a moeda nacional é, na prática, substituída pelo dólar. Este processo de substituição, que nunca se completa, conjuga três fenômenos. Primeiro, o dólar atua como reserva de valor e unidade de conta. Segundo, passa a servir em grandes transações como meio de pagamento, embora os salários e os impostos continuem a ser pagos em moeda nacional. No auge das hiperinflações, um

1 BRESSER PEREIRA, L. C. & FERRER, A..
"Dolarização Crônica: Argentina e Brasil".
Revista de Economia Política. Vol. 11,
n.1(41), jan-mar/1991. p.6.

terceiro fenômeno tende a ocorrer, completando o processo de dolarização: o estoque de dólares existentes dentro das fronteiras do país e nos depósitos no exterior, utilizados como meio de pagamento para as transações domésticas, excede o estoque de ativos monetários denominados em moeda nacional (M4).

A dolarização crônica é aquela que compreende esses três elementos (dólar como indexador, moeda de transação e moeda dominante), mas não se esgota rapidamente através da hiperinflação. É o caso da Argentina, mas não do Brasil. Neste, o dólar paralelo jamais chegou a ser um indexador decisivo dos preços, a não ser para imóveis. Dada a existência de uma moeda indexada, que corrigia a diferença entre M1 e M4, a demanda por moeda nacional se manteve relativamente alta, mesmo em épocas de alta inflação. No início de março de 1990, às vésperas do Plano Collor, o M4 - cerca de US\$ 110 bilhões - equivalia a 29% do PIB, US\$ 365 bilhões. A inflação acompanha de perto e geralmente com pequena defasagem a taxa de câmbio na Argentina, deixando claro o caráter de indexador do dólar neste país, enquanto que no Brasil os comportamentos da inflação e do dólar paralelo são independentes no curto prazo.

Alguns autores, como Lopes (2), acham que a economia argentina está próxima de alcançar os três requisitos básicos que caracterizam o final do processo de hiperinflação: dolarização, equilíbrio

2 LOPES, Francisco. O Desafio da Hiperinflação. RJ, Campus, 1990.

fiscal e auto-suficiência em moeda estrangeira do Banco Central. Na opinião de Bresser & Ferrer, "esse otimismo, provavelmente, deriva do fato de ele estabelecer uma analogia direta entre as hiperinflações clássicas, onde houve dolarização aguda e praticamente plena, e o caso argentino. Lopes não dispõe, e portanto não considera, do conceito de dolarização crônica. A dolarização, quando crônica, é muito avançada, não é plena" (3).

A política de estabilização em condições de dolarização crônica tem necessidade de dois requisitos para modificar as expectativas e o comportamento dos agentes econômicos: o equilíbrio fiscal (ou a eliminação das necessidades de financiamento do setor público) e a existência de uma massa de reservas no Banco Central que dê respaldo à maior parte do dinheiro existente em moeda nacional. Estes requisitos deveriam manter-se por tempo suficiente para erradicar definitivamente a dolarização crônica.

Neste sentido, o Plano Cavallo não trata de "dolarizar" a economia, mas de "australizá-la". A hiperinflação estava levando a uma destruição da moeda doméstica. Ao declará-la conversível, o Plano buscou garantia legal para que a população argentina se sinta segura tendo austral em seu poder, sem o risco de perda violenta de valor. Assim, a política monetária fica passiva, à medida que só se altera em função dos movimentos de demanda pelo dinheiro doméstico. Neste momento, sobem as taxas de juros, o que induz a entrada de

3 BRESSER PEREIRA & FERRER; op. cit.; p.12.

moeda estrangeira e ouro, que o Banco Central compra, emitindo austrais, que, por sua vez, geram a liquidez necessária para a economia do país. Se, em algum momento, ocorrer um excesso de liquidez, há uma inversão, com o Banco Central vendendo dólares e absorvendo os austrais necessários.

Os liberais que elaboraram o Plano Cavallo assumem que o mecanismo de ajuste é automático. O fluxo de capital externo tem uma contrapartida no aumento ou na redução da liquidez interna. Todo o excesso de oferta ou demanda de dinheiro se elimina através deste movimento no balanço cambial do Banco Central. Não tem influência sobre os preços, na medida em que a motivação da fixação destes relaciona-se com fenômenos de expectativas ou condições particulares dos mercados.

A grande inovação do plano de estabilização argentino está em que o Banco Central só pode emitir austrais com base no nível de suas reservas cambiais. De início, dispunha de reservas da ordem de US\$ 4,5 bilhões, o equivalente ao volume de austrais em circulação, na paridade de 10 mil austrais por dólar. O sistema financeiro argentino ficou muito pequeno com a hiperinflação. Os bancos tinham uma carteira significativa com o setor público e insignificante com o setor privado. Em relação à política cambial, a quantidade de austrais em circulação impediria que houvesse uma corrida bancária e cambial. No extremo, os dólares do Banco Central seriam suficientes para trocar por todos os austrais existentes.

DOLARIZAÇÃO PROGRAMADA

Como vimos, as condições da economia argentina não são semelhantes às da brasileira, principalmente no que se refere ao nível de dolarização que se alcançou e, em consequência, as distintas participações das "quase-moedas" denominadas em moeda nacional. O Banco Central do Brasil, claramente, não possui reservas cambiais que possam dar lastro à maior parte do dinheiro existente em moeda nacional. Apesar disto, economistas inebriados pelo "efeito Orloff" insistem, sob pretexto de evitar a dolarização da economia brasileira, em antecipar esta dolarização!

A fuga para ativos no exterior, ou moedas estrangeiras, é frequente em processos de desintermediação e repressão financeira. Porém, a dolarização da riqueza financeira no Brasil, apesar da tendência ascendente nos últimos anos, ainda está longe da situação da Argentina, como mostram dados elaborados por Franco (FSP, 14/3/91): nesta, valor proporcional a 9,2% do PIB está alocado em ativos financeiros domésticos e o equivalente a 52,1% do PIB imobilizado em dólares (*capital flight* mais depósitos em dólar no próprio país). No Brasil, estas proporções, em 1990, eram estimadas, respectivamente, em 23,5% e 12,6%.

O grau de dolarização da economia brasileira é bem inferior ao argentino pela longa convivência com a proteção da correção monetária, o que permitia obter taxas de juros reais positivas para

as aplicações financeiras. Pela existência dessa "quase-moeda indexada", apesar da recente pulverização de parte da riqueza financeira do país (de 29,1% do PIB em dezembro de 1988 a 20,2% do PIB em agosto de 1991), o Brasil não possui reservas internacionais (antes do pagamento dos juros atrasados era de cerca de US\$ 8 bilhões) para assegurar conversibilidade dos ativos financeiros domésticos, mesmo no conceito mais restrito de moeda: os meios de pagamentos (M1) representam cerca de 3% do PIB, ou seja, aproximadamente US\$ 12 bilhões.

Dado que seu nível de reservas cambiais é insuficiente e seu ajuste fiscal inacabado, não se deve esperar um plano de estabilização no Brasil semelhante ao argentino. Porém, a tentativa de encontrar uma "âncora nominal" para os preços, ou seja, um sistema que permita "ancorar" os preços, impedindo que sejam afetados por oscilações localizadas e movimentos especulativos, é objeto da "imaginação criadora" de diversos economistas brasileiros, entre os quais, Lara Rezende com seu "Plano Cruzouro".

Este plano visa recompor, gradativamente e sem choques, as funções "unidade de conta" e "reserva de valor" para uma moeda nacional. Para recuperar sua credibilidade, sugere torná-la conversível em débito de um agente com credibilidade, ou seja, em moeda estrangeira a uma taxa fixa e com lastro nas reservas internacionais. Como estas estão insuficientes, a proposta é criar um sistema bi-monetário durante um período de transição, ao longo

do qual seriam implementadas as reformas de fundo institucional e fiscal capazes de restabelecer o equilíbrio orçamentário e o crédito público.

Este sistema bi-monetário consistiria na introdução de um título público perpétuo e sem direito a juros, mas resgatável em dólares a qualquer momento, por opção do proprietário. No início do programa, a emissão desta "Letra Lastreada Resgatável" seria restrita a apenas um pequeno percentual das reservas internacionais. O coeficiente de cobertura cambial dependeria da capacidade de levar adiante as reformas de fundo que compõem o programa de estabilização. Mantida a regra de emissão de Letras limitada à expansão das reservas internacionais, não haveria risco - segundo Lara Rezende - da inflação em cruzeiros contaminar os preços em Letras. Mas a indexação generalizada nesta nova moeda lastreada poderia levar à hiperinflação em cruzeiros. Neste caso, quando a base monetária em cruzeiros se tornasse suficientemente reduzida se medida em Letras, bastaria fixar a taxa de câmbio do cruzeiro em relação à Letra, para interromper a inflação em cruzeiros.

"Seria um programa semelhante ao recente programa argentino, só que, em vez da dolarização, ocorreria a 'letralização'. Embora uma alternativa superior à da dolarização argentina, pois a nova moeda seria nacional, os custos da aceleração da inflação em cruzeiros seriam altos. Saltar diretamente para o último estágio da hiperinflação para estabilizar a moeda não é nem socialmente

desejável nem politicamente viável" (Lara Rezende, **Exame**, 26/6/91, p.27). Apesar dessa "consciência", ele "ingenuamente" o propõe, como uma espécie de "chantagem" (a ameaça de "letralização") contra o governo, caso este não implemente as reformas de fundo, institucionais e fiscais, e o controle monetário...

Este autor parece querer resgatar de seu subconsciente sua velha idéia de "moeda indexada" como instrumento de combate a uma inflação que imagina - num estágio final do processo hiperinflacionário - puramente inercial. Sem reverter o que é, na realidade, uma inflação **expectacional**, não há como garantir que não haverá uma inflação na "Letra Lastreada Resgatável" (a moeda conversível apelidada de "cruzouro"). Lara Rezende não atenta também para a falta de convencimento da possibilidade de, sem resolver o problema do pagamento da dívida externa, se lastrear as "Letras" aos dólares e ouro da reserva cambial.

A partir de um certo ritmo de aceleração da inflação, perde-se a noção do que está caro ou barato, em cada momento. A falta desse referencial entre relações de preços diminui a capacidade de estimativa dos custos futuros para reposição de estoques. Para não se descapitalizarem, os formadores de preços colocam uma **margem preventiva de lucro**, antecipando para o presente, sem muito critério - a não ser a aceitação pelo mercado do **teste de teto do mark-up** -, o aumento esperado dos preços no futuro. Daí a necessidade da **âncora**,

elemento coordenador dos preços, que proporcione certa previsibilidade para os aumentos futuros.

Dado o desgaste das âncoras congelamento (de preços e salários) ou indexação (por sua sistemática de medição há defasagem relevante entre os índices de preços e a inflação corrente), alguns economistas propõem a âncora cambial, ou seja, a criação de um título cambial que sirva como reserva de valor (e "hedge cambial") e como indexador de preços. Com os preços cotados na nova "moeda", argumentam, seriam reduzidas as chamadas variações de preços relativos, possibilitando um alinhamento mais rápido, de acordo com os preços internacionais. As contraindicações apontadas são: as dificuldades dessa internacionalização dos preços numa economia "fechada" (o coeficiente de abertura da economia brasileira no período de 1980 a 1988 foi de 11,4% na relação exportação / PIB e 7,8% na importação / PIB) e com setores sem competitividade; a escassez de reservas cambiais em valor suficiente para conferir lastro e, portanto, confiança numa "moeda dolarizada".

No entanto, Lopes (FSP, 27/5/91) acha que a economia brasileira está próxima das condições necessárias para uma programação de estabilização dolarizada, em que se combate a inflação com uma taxa de câmbio fixa. A idéia básica é o governo garantir por muito tempo um mesmo valor de troca do cruzeiro por dólar. Assim, aproveitar-se-ia do fato de que os preços não mudariam muito em dólar, para terminar com a inflação em cruzeiro.

Como vimos, a maioria dos economistas duvida da política de âncora cambial porque acha que o governo não está em condições de garantir a conversibilidade pelo câmbio fixo em dólar e, portanto, convencer os agentes econômicos dessa possibilidade. Lopes argumenta que os dois empecilhos à adoção desse programa - insuficiência de reservas cambiais e ajuste fiscal incompleto - podem ser superados com uma maxidesvalorização do cruzeiro, no momento de seu lançamento. Com ela, o montante da base monetária passaria a valer menos em relação ao estoque de reservas do BACEN. Em outras palavras, o cruzeiro deveria ser desvalorizado pelo menos até o ponto crítico de equalização do valor das reservas e do valor da base monetária, para dar 100% de cobertura cambial a esta.

Baseado em experiências de alguns países que conseguiram terminar com a hiperinflação, através de políticas de âncora cambial, antes de terem concluído o ajuste fiscal, Lopes acha que o programa pode ser iniciado sem equilíbrio fiscal, desde que o câmbio for desvalorizado de forma tal a permitir abundância de reservas. Assim, o BACEN pode perder certa folga cambial, para financiar temporariamente o déficit do Tesouro Nacional.

O programa estabelece uma âncora nominal e não uma âncora real. Como a inflação perdura após o início do programa, a taxa de câmbio oscila em termos reais, apesar de ser mantida fixa em termos nominais. Essa inflação inicial e a desvalorização real do câmbio não inviabilizariam o programa desde

que a taxa nominal fosse fixada após uma grande desvalorização, que permitisse uma folga de acomodação.

O modelo de Lopes não inclui os haveres públicos a vencer: cruzados novos a serem descongelados, títulos da dívida pública, atrasos a fornecedores e credores internacionais, etc.. Dessa forma, o governo teria que desvalorizar ainda mais o câmbio, para criar folga suficiente ao pagamento desses haveres, ou teria a alternativa arbitrária de cancelar ou reescalonar o pagamento desses haveres públicos, para o "sucesso" do modelo do Lopes...

Economistas como esses formuladores de planos mirabolantes passam à opinião pública a idéia de que tudo pode ser resolvido num só ato (num "passo de mágica"), com planos que dispensam a articulação política. Contra o pensamento de que as soluções provêm de uma única e isolada regra cambial - a dolarização da economia -, há a idéia de que só se conduz uma economia descentralizada através de um processo interativo complexo com política econômica abrangente de regulação do mercado. A dolarização programada não é uma panacéia para a cura da hiperinflação. As condições para o sucesso dessa dolarização - ajuste fiscal e equilíbrio do balanço de pagamentos - obviamente são as mesmas de um plano de estabilização menos inovador, porém menos arriscado e mais consistente técnica e politicamente.

Os economistas que tentam resolver problemas que são políticos através de malabarismos teóricos acabam vítimas de sua poção mágica. Se é tão fácil acabar a inflação com uma única política, porque o governo vai se desgastar com outras políticas?

A fixação do câmbio foi, em algumas experiências históricas, simplesmente o passo final num processo de combate à hiperinflação. Mas houve, claramente, necessidade de etapas anteriores para se obter suficientes superávits fiscais e reservas cambiais. Algumas lições da história mostraram também a criação de um banco central independente, para se garantir à opinião pública que se estancou a emissão descontrolada da moeda para financiar o Tesouro. Pois bem, este mecanismo institucional vira outra panacéia nas mãos de "economistas-curandeiros".

BANCO CENTRAL INDEPENDENTE

O debate a respeito da criação de um Banco Central do Brasil independente do governo polariza, de um lado, **economistas de matiz quantitativista**, que acham que a oferta de moeda é (ou deve ser) exógena, sob controle da Autoridade Monetária, representada por curva de oferta monetária vertical entre os eixos juros-quantidade de moeda (perfeitamente inelástica), para dar confiança aos agentes econômicos que a moeda não vai ser emitida arbitrariamente, para financiar gastos sem lastro fiscal do governo, além das reais necessidades da economia, desvalorizando-a e pressionando os preços. Um banco central independente deve executar uma política monetária estável, com metas de crescimento da base monetária anunciadas previamente, de maneira permitir aos agentes econômicos anteciparem o esperado e neutralizarem seus efeitos reais sem consistência, que resultam em meros efeitos nominais, através dos aumentos dos preços.

Do outro lado, estão **economistas de matiz anti-quantitativista**, desenvolvimentistas, estruturalistas, que aceitam a teoria da endogeneidade da moeda, seja porque a oferta de moeda é - em última instância - acomodativa às transações econômico-financeiras realizadas (por pressões políticas e/ou por risco de insolvência), seja porque a endogeneidade é estrutural ao sistema financeiro (por alteração da velocidade de

circulação monetária e/ou por inovações financeiras). Desta forma, a curva de oferta da moeda é ou horizontal ou positivamente inclinada, com os juros ou sendo fixados por decisão exógena da Autoridade Monetária ou sendo taxas de mercado acima das taxa de referência oficial. Enfim, por esta visão, o banco central, sendo ou não formalmente independente do governo, não pode ir contra a realidade que a oferta monetária é determinada por forças de mercado. Pode fixar o preço básico da moeda, mas não pode determinar sua quantidade. A oferta de moeda-creditícia é endógena, derivada do crédito e determinada pela demanda.

Belluzzo & Almeida, professores do IE-UNICAMP, sintetizam o ponto crítico em questão. "Alguns economistas advogam o Banco Central independente com o propósito de garantir a função 'neutra' da moeda. Mas a conclusão é, no mínimo, apressada. O que a independência do Banco Central admite é a limitação do poder e do arbítrio no exercício da administração monetária. O erro consiste em atribuir a possibilidade de não-neutralidade e de arbítrio à gestão da moeda, quando, na verdade, a instabilidade é da natureza das economias monetárias. O caso mais geral é representado pela teoria monetarista que julga ser possível impor normas homogêneas de gestão monetária aos centros privados de decisão, como se a estabilidade monetária fosse uma decorrência direta e exclusiva da atuação do gestor. O monetarismo toma como um princípio o que é, na realidade, um resultado sujeito a condições: os agentes privados devem

acreditar que a moeda legal não pode ser produzida ou substituída em suas funções. O postulado monetarista admite que não existem fatores de perturbação monetária originários das avaliações privadas. Implicitamente supõe que uma decisão dos centros privados corresponde ao que fora antecipado, vale dizer, que as expectativas são sempre cumpridas e que não há incerteza. Desta forma, qualquer desequilíbrio monetário nasceria do descumprimento, pelo Estado, das regras de gestão" (4).

Economistas neo-liberais acham que um plano de estabilização deve lançar uma "âncora monetária". Para Rabello de Castro (FSP, 22/12/89), "é necessário mudar o atual regime monetário brasileiro com a criação de um arcabouço institucional que impeça o abuso, pelo governo, da emissão de moeda para financiar seu déficit, recuperando-se, assim, a confiança do público na moeda nacional".

Entre outras causas para a erosão do atual regime monetário, a permissão de rolagem automática da dívida interna, as constantes mudanças na administração do Banco Central e o mecanismo de "zeragem automática" resultaram na crescente perda do controle da moeda e da confiança do público. O governo, para evitar a "dolarização" da economia, vai convertendo gradualmente os cruzeiros em títulos públicos de alta liquidez, que foram

4 BELLUZZO, L. G. & ALMEIDA, J. S.. Crise e Reforma Monetária no Brasil. SP, xerox, março/1990. p.3.

mudando de natureza, tornando-se moeda remunerada. A questão central, portanto, é como passar sem traumas da moeda remunerada para a moeda típica, retomando-se o controle sobre a emissão do dinheiro circulante. Contra esticar compulsoriamente o perfil da dívida interna ou promover um calote, Rabello de Castro acha que a solução é criar um novo regime monetário, seguro e confiável, superando juridicamente o emissor de cruzeiros do emissor de títulos públicos, através da criação de um Banco Central totalmente independente, livre da ingerência do Executivo e apenas respondendo formalmente ao Congresso. Este Banco Central seria comandado por um Comitê Diretor, com cargos irremovíveis e mandatos irredutíveis, e ocupado por pessoas indicadas pelo presidente e aprovadas pelo Senado.

Portanto, para este professor da FGV-RJ, "a base do programa de estabilização deve ser o rígido controle da moeda. Devem ser criadas barreiras intransponíveis entre o Banco Central e o governo para impedir o financiamento dos déficits públicos com emissão de moeda. A experiência das grandes hiperinflações é ilustrativa: os preços só são controlados quando o poder de emissão da moeda é retirado do Executivo por medida legislativa, que também coloque o Congresso como fiscalizador, em última instância, do desempenho da autoridade monetária independente".

O argumento do deputado federal (PMDB-RJ), César Maia (FSP, 2/4/91), é também quantitativista. Destaca que quatro grupos de

agentes econômicos relevantes tornaram-se dependentes ao se associarem à inflação: o sistema financeiro, o governo, os grandes varejistas e a indústria de ciclo rápido. A fonte de rentabilidade extraordinária do setor financeiro é o float (dinheiro disponível) captado a "custo zero" e aplicado com correção monetária. O governo equilibra seu custeio quando crescem nominalmente suas receitas fiscais e fica nominalmente estável a folha de pagamentos. A renda dos grandes varejistas e da indústria de ciclo rápido apenas secundariamente depende do preço faturado, relacionando-se muito mais com os prazos de compra e venda, do custo oportunidade das aplicações financeiras e da escolha do tipo de tributação, comercial ou financeiro.

Por essa causa, uma política antiinflacionária deve ser realizada em dois patamares. Num primeiro, "a meta de liquidez oferecida aos preços" apontaria para um patamar de inflação baixa o suficiente para sinalizar prazos para o ajuste do setor público, do sistema financeiro, do varejo e da indústria leve.

"A única maneira de se garantir, na cultura brasileira do arranjo e da improvisação, o cumprimento irrestrito destas etapas, é desde já e imediatamente a definição em lei da estrutura de um Banco Central, independente para cumprir tais objetivos e defender, em nome da vontade de toda a nação (sic), a moeda". Portanto, para César Maia, o Banco Central precisa ter independência para estabelecer tetos garantidamente rígidos para a expansão da liquidez, quando todos, a partir do

setor público, saberão quais os riscos de não se ajustarem.

O argumento do BACEN independente gira em torno de que a criação desta "âncora institucional" seria a maior garantia de que "a 'guitarra' da Casa da Moeda não vai operar a plena carga". A atuação deste "guardião da moeda" seria limitada ao cumprimento do orçamento monetário previamente definido, cortando, portanto, "o cordão umbilical através do qual historicamente o BACEN alimenta o Tesouro Nacional". Os "institucionalistas" pretendem, com o BACEN independente, criar barreiras institucionais -e, como tal, impessoais - para se garantir o cumprimento do orçamento e devolver a previsibilidade à economia. Para eles, o conceito relevante em jogo é o de um BACEN subordinado a limites institucionais, impessoais, obedecendo a metas orçamentárias previamente definidas, e imune a pressões individuais ou setoriais. Os limites de sua atuação são um tema decorrente.

Alguns defensores dessa idéia acham que é importante que se deixe de absolutizar o conceito de independência do BACEN, e abandonem-se conclusões mecânicas como as de que a impossibilidade de um BACEN totalmente independente só deixa a alternativa de um BACEN totalmente atrelado. Não propõem que seu presidente seja um robô, programado para expandir a moeda exatamente na dimensão definida por uma linha de comando. A independência do BACEN não é uma garantia de que a política monetária será austera, mas aumenta a

probabilidade de que isso venha a ocorrer.

Na verdade, economistas bem formados sabem que o sucesso de uma estratégia antiinflacionária não se acha logicamente dependente de uma autoridade monetária desvinculada do governo. Os próprios monetaristas advertem que de nada adiantará a independência da autoridade monetária se ela decidir autonomamente embarcar em, segundo seu ponto-de-vista, "uma trajetória monetária inflacionista".

De maneira franca, Franco (FSP, 27/10/91) abre o jogo. "A separação absoluta entre o BACEN e o Tesouro, embora possa resolver o problema da passividade daquele diante das pressões deste por financiamento inflacionário, não necessariamente elimina outras fontes de endogenia monetária associadas à política cambial, ao redesconto e ao funcionamento dos bancos oficiais. Pode até agravá-las se o BACEN independente se mostra leniente diante das pressões (típicas) do setor produtivo contra os juros altos, ou se sustenta uma taxa de câmbio errada (para cima ou para baixo), ou se mantém uma postura passiva diante das pressões advindas dos bancos oficiais. É claro que se o BACEN tiver independência absoluta em todas essas áreas é preciso haver plena segurança que não será contaminado por: (1) tendências populistas e fisiológicas (...); ou (2) concepções doutrinárias ideossincráticas, pois como há economistas para todos os gostos, pode-se colocar no BACEN um 'anti-monetarista' convicto que não acredita em controle da moeda". Este professor da PUC-RJ acha que o

desaparecimento desse tipo de economista não pode ser pensado senão como oportuno. Em outras palavras, parece que, em sua opinião, entre as normas constituintes do BACEN independente deve estar inscrito artigo que garanta que sua presidência seja cargo vitalício para um monetarista...

A independência de um banco central passa pela necessidade de se definirem regras precisas de convivência com as outras autoridades econômicas, para que haja coordenação de ações e mecanismos de resolução de conflitos entre política monetária, fiscal e cambial. Como adverte o ex-ministro Mailson da Nóbrega (FSP, 19/5/91), sem se resolver previamente a questão fiscal, um BACEN independente não seria, como se pensa, uma barreira à expansão dos gastos públicos. "A independência morreria logo que o ministro da Economia ficasse impedido de pagar a folha de pessoal, efetuar as transferências constitucionais aos Estados e municípios (caso em que iria para a cadeia, segundo a Constituição) ou deixasse de honrar os juros da dívida pública interna. Forças políticas e sociais se levantariam facilmente para revogar a independência".

Na realidade, o BACEN não pode recuperar os instrumentos clássicos de política monetária enquanto não se livrar das suas obrigações não monetárias, que chegam a alcançar a 15% do PIB, ou seja, 10 vezes a base monetária. Nestas condições, o BACEN teria de passar por uma auditoria, uma reclassificação de contas e uma operação de saneamento financeiro, em que suas atuais

obrigações fossem transferidas para o Tesouro Nacional (TN). Com este passivo convertido em dívida fundada, a autoridade monetária teria condições de se afastar do financiamento direto do déficit público. Tratar-se-ia de limpar os "micos" na carteira do BACEN, fazendo com que o TN assumisse suas dívidas, inclusive a externa, o que implicaria na necessidade de uma solução política, dada pelo Congresso, na votação do Orçamento da União.

Um estudioso das experiências internacionais de independência dos bancos centrais, Kawall Ferreira (FSP, 1/1/90) observa que a bandeira do BACEN independente é empunhada no sentido contrário das tendências verificadas no cenário internacional, que têm levado os governos dos países avançados a incrementar a coordenação de suas políticas macroeconômicas, especialmente nos campos fiscal, cambial e monetário.

"O ponto principal daqueles que defendem a independência do BACEN (afora os que advogam a tese apenas pelo efeito credibilidade ou por mero 'filoamericanismo') está na possibilidade de interromper o 'financiamento indireto' dos desequilíbrios do TN, caracterizado a partir da situação em que a AM é chamada a injetar liquidez para nivelar as reservas das instituições bancárias (situação em que o BACEN está *oversold*). A idéia é que, uma vez fechada essa possibilidade de fechar o déficit, o ajuste dar-se-ia automaticamente pela contenção das despesas, o que viabilizaria o controle dos agregados monetários por metas

nominais".

Kawall Ferreira critica corretamente este diagnóstico, alertando para a confusão entre autonomia decisória (mandato de diretoria do BACEN independente do Poder Executivo) e gestão autônoma da política monetária (desvinculada da política de dívida pública). A situação de rolagem diária da dívida imobiliária exige que o BACEN financie as instituições com deficiência de reservas - seja por "zeragem automática", seja por redesconto -, sob pena de gerar uma crise de liquidação bancária. Enquanto houver estoque de títulos de dívida pública submetido à essa rolagem de curtíssimo prazo, não haverá como distinguir uma operação de assistência de liquidez, ou mesmo uma operação no open market, do condenado "financiamento indireto" ao TN.

Esta situação de fragilidade financeira do setor público, que o obriga a especulativamente recorrer ao refinanciamento no mercado financeiro, comprometendo também as unidades financeiras "especulativas" (porque financiam no curtíssimo prazo carteiras de títulos de dívida pública com prazos muito maiores) com o risco de tornarem-se "Ponzi", de acordo com o modelo de Minsky, obriga recorrentemente a AM atuar na sua função de "emprestador em última instância". Dada a circunstância, a política monetária torna-se acomodativa. Os economistas pós-keynesianos acomodacionistas diriam que há uma endogeneidade da moeda insuperável, impossibilitando a autonomia de gestão da política monetária.

Há também a questão da viabilidade patrimonial do BACEN. Este, para fazer hedge de seu passivo cambial (depósitos em moeda estrangeira) depende da remuneração da sua carteira de ativos, constituída principalmente de títulos da dívida pública. Para se acabar com o "financiamento indireto" do TN, essa carteira teria de ser integralmente resgatada, o que implicaria um novo mecanismo de viabilização financeira da AM. O atual leva o BACEN a fechar seu balanço com lucro (acima do valor da receita fiscal da União), pois ganha receitas de **seignorage** resultantes de sua faculdade de criar um passivo de custo nulo (base monetária), enquanto o TN tem déficit. Há um acerto de contas posterior entre o BACEN e o TN. Quanto maiores os juros praticados pelo BACEN, maior o lucro que o próprio Banco obtém ao manter em sua carteira títulos que rendem esses juros, além da correção monetária.

A experiência internacional, segundo Kawall Ferreira (FSP, 7/5/91), mostra duas culturas distintas quanto a bancos centrais. Um **padrão ocidental**, que denomina "autonomista", p. ex., caso do FED americano e do Bundesbank alemão, com ênfase no controle monetário e restrições ao financiamento dos Tesouros, sendo as atividades de fomento inexistentes. Um **padrão asiático**, que denomina "regulacionista", p. ex., no caso do Japão e da Coréia do Sul, em que se implementa uma política financeira de desenvolvimento apoiada no crédito seletivo e se financia o Tesouro. A distinção entre os padrões não é rígida, comportando casos intermediários, como o da França e o da Itália.

O fato é que um BACEN independente nunca será independente da sociedade, imune aos interesses públicos e privados. O próprio "papa do monetarismo", Milton Friedman, é um ferrenho opositor da independência do FED americano, pois esta nunca conseguiu existir na prática. E se fosse possível, teria dois inconvenientes: a dependência excessiva da personalidade de seus dirigentes e da opinião dos "banqueiros". No debate nos Estados Unidos questiona-se não só a capacidade do FED tomar decisões independentes frente ao governo federal, mas também sua capacidade de agir com autonomia frente aos interesses dos grandes grupos financeiros. Os 7 membros do FED são indicados pelo presidente americano para mandatos de 14 anos, sancionados pelo Senado. Mas os 5 presidentes dos bancos regionais são indicados pelos próprios bancos comerciais regionais. Esses 12 compõem a estratégica Comissão Federal do Mercado Aberto. A regulação monetária dos EUA é decidida, ao menos em parte, por representantes dos interesses privados.

Para Friedman, a solução seria estabelecer a expansão monetária em lei e tornar o banco central um apêndice do Departamento do Tesouro. Com o fim do papel de prestador em última instância do BACEN, ele se tornaria totalmente independente do setor privado, mas impotente para debelar crises financeiras. O saudável (sic) jogo de livre mercado faria uma seleção natural dos competentes para a sobrevivência...

Com a fragilidade financeira das empresas brasileiras, a atuação do BACEN de forma

independente do setor privado seria ainda mais problemática. Pelo contrário, exarcebaria potencialmente o seu papel de prestador de última instância. Kawall Ferreira chama a atenção que a hipótese da independência em relação ao setor público pode conduzir, na prática, a uma "privatização" do BACEN, com medidas que beneficiem grupos particulares.

Na realidade, como mostram Ferreira & Freitas (FSP, 4/6/91), as experiências norte-americanas, alemã e chilena mostram que a independência da AM é limitada: suas atribuições são restritas e as relações com os Poderes Executivos e Legislativo são formalmente delineadas. A influência informal sobre o BACEN é bastante forte, levando-o a não impor obstáculos aos governos legitimados pelo voto. O BACEN, mesmo como órgão independente, não possuiria necessariamente representatividade política para gerir o sistema econômico, indo contra, inclusive, os interesses mais imediatos de seus agentes relevantes.

Se a solução para a ameaça de hiperinflação fosse efetivamente a adoção de uma "regra única" - a dolarização programada ou a inovação institucional da independência do BACEN -, o problema seria resolvido sem delongas. Mas a economia política é bem mais complexa do que a "ciência econômica" dos economistas que usam simplificações superficiais para situações complexas, iludindo os fascinados por planos mirabolantes e por leis que podem "pegar" ou não. Certamente, essas novas leis também não "pegariam", mas poderiam fazer mais um estrago considerável...