

A DESVALORIZAÇÃO CAMBIAL *VERSUS* A (DES)ESTABILIZAÇÃO DO PLANO REAL

Maxidesvalorização, vulnerabilidade externa e a crise brasileira

*Reinaldo Gonçalves**

O objetivo deste estudo é analisar a natureza e os impactos da eclosão da crise cambial brasileira do início de 1999, bem como as perspectivas de curto e médio prazos. O texto está dividido em quatro partes. Na primeira seção, aborda-se a natureza da crise cambial, colocando ênfase na causa principal e nas suas determinações estruturais. O ponto central é que a crise cambial brasileira resulta de uma estratégia de liberalização comercial, financeira e cambial, que é incompatível com a estrutura da economia brasileira. Essa estratégia provoca enorme vulnerabilidade externa, que faz com que a economia brasileira tenha uma baixa capacidade de resistência a fatores desestabilizadores e a choques externos. Mesmo em situações de normalidade do cenário mundial, o Brasil corre riscos altos de graves desequilíbrios externos.

A segunda seção trata dos impactos da crise cambial e, mais precisamente, da maxidesvalorização que ocorreu entre janeiro e março de 1999. O principal argumento é que os custos provocados pela maxidesvalorização devem superar os benefícios no que diz respeito à estabilização macroeconômica do Brasil. Fundamentalmente, a análise indica que a maxidesvalorização cambial — no contexto da liberalização cambial, financeira e comercial, conforme explicitado no acordo com o FMI — deve manter a trajetória de instabilidade e crise da economia brasileira. Portanto, o País continua marcado por forte desestabilização macroeconômica, com desempenho medíocre, de tal forma que pode-se descartar a hipótese de retomada do crescimento no médio prazo.

A terceira seção examina a política monetária expressa no segundo acordo do Governo FHC com o FMI, assinado em março de 1999. A análise indica que há ambivalências e inconsistências graves no programa de ajuste, que de-

* Professor titular de Economia Internacional da UFRJ e Vice-Presidente do Conselho Regional de Economia do Rio de Janeiro.

vem inviabilizar o cumprimento das metas indicativas e dos critérios de desempenho, bem como afetar negativamente a credibilidade do Governo FHC e as expectativas dos agentes econômicos nacionais e dos investidores internacionais. Assim, espera-se vida curta para o acordo com o FMI, bem como o avanço da trajetória de instabilidade e crise no curto prazo.

A última seção apresenta algumas propostas alternativas para a estabilização macroeconômica do País, centrando a discussão nas políticas cambial e monetária. A atual política do Governo FHC, apoiada pelo FMI, deve aprofundar a trajetória de instabilidade e crise. A maxidesvalorização cambial, por um lado, é insuficiente para corrigir o desequilíbrio externo, e, por outro, compromete ainda mais a capacidade de retomada do crescimento e a possibilidade de correção dos graves desequilíbrios internos (desemprego, déficit público, concentração de riqueza e renda, etc). Somente a reversão drástica da liberalização cambial, financeira e comercial poderá reduzir a vulnerabilidade externa da economia brasileira, que é a principal causa da grave crise que o País atravessa.

1 - Causas da crise cambial

A maxidesvalorização do real em janeiro de 1999 representou uma séria ruptura na economia brasileira. Em primeiro lugar, a mudança de preços relativos foi dramática, na medida em que em poucas semanas a cotação do dólar norte-americano saltou de 1,20 no início de janeiro para cerca de 2,20 no início de março. A taxa média de câmbio passou de 1,21 em dezembro para 1,51 em janeiro e 1,91 em fevereiro. Dois meses depois da eclosão da crise cambial de janeiro, há enorme incerteza quanto aos rumos da taxa de câmbio.

Em segundo lugar, a maxidesvalorização forçou o Governo brasileiro a "rasgar" o acordo que havia feito com o FMI no início de dezembro de 1998. Em 8 de março de 1999, o Governo brasileiro assinou um novo acordo com o FMI, com novos critérios de desempenho e novas metas. O desgaste do Governo foi enorme e, portanto, reduziu ainda mais a confiança dos agentes econômicos nacionais e dos investidores internacionais na política econômica do Governo FHC.

Em terceiro lugar, a maxidesvalorização do real implicou dramáticas mudanças quanto à trajetória de curto e médio prazos da economia brasileira. Na prática, os cenários considerados pessimistas em dezembro de 1998 transformaram-se, subitamente, em cenários otimistas, em março de 1999. Aqueles que, no final de 1998, previam quedas do PIB da ordem de 5% eram considerados pessimistas demais, na medida em que a previsão modal era de uma contração da ordem de 1,5% do PIB. Nesse sentido, houve uma forte ruptura de expectativas.

Em quarto lugar, a maxidesvalorização explicitou grave crise cambial brasileira que havia sido encoberta pelo menos até o período das eleições de outubro de 1998. O conjunto dos agentes econômicos reconheceu, finalmente, os problemas gerados pelos artificialismos da política cambial e da recomposição de reservas com base em capital de curto prazo.

Por fim, o agravamento da situação das contas externas brasileiras a partir de janeiro significou que os agentes econômicos nacionais e internacionais reconheceram, de forma cada vez mais evidente, que uma crise cambial pode se transformar rapidamente em uma crise econômica de enorme gravidade.

A versão oficial atribui a eclosão da crise cambial de janeiro à interação de alguns fatores econômicos e políticos. Conforme assinalado no próprio preâmbulo do acordo com o FMI, a crise teria sido causada pelas derrotas do Governo, em dezembro de 1998, na aprovação da contribuição para a seguridade social de servidores públicos, bem como pelo atraso na aprovação do aumento da CPMF. Curiosamente, o acordo com o FMI também menciona, como uma provável causa da crise, a redução da taxa de juros de títulos públicos de 40% em meados de novembro para 29% em dezembro. Isso teria sido um erro de política do próprio Governo. Ademais, o Governo reconhece que a tentativa fracassada de mudança da política cambial, com ampliação da banda de flutuação em 13 de janeiro, afetou negativamente a confiança do mercado na capacidade do Governo de manter a política proposta.

Não resta dúvida de que as derrotas parciais e temporárias do Governo no encaminhamento de suas propostas de natureza fiscal em dezembro de 1998 tiveram um efeito negativo sobre a confiança dos agentes econômicos nacionais e estrangeiros. O mesmo pode-se dizer da incompetência na mudança da política cambial em 13 de janeiro. Contudo deve-se levar em conta que as próprias derrotas do Governo foram o resultado de um processo de deterioração acelerada das expectativas com relação à situação econômica do País após as eleições de outubro.

Na realidade, na medida em que ficava para trás o “jogo de cena” pré-eleições, a sociedade brasileira (inclusive as elites) e os investidores internacionais (e não somente os especuladores) eram confrontados com a deterioração de todos os principais indicadores macroeconômicos do País. Os graves problemas e as distorções (contas externas, dívida pública, desemprego, etc.) foram sendo represados até as eleições. Os diques começaram a ser rompidos nos três meses seguintes às eleições. A eclosão da crise cambial de janeiro foi o resultado do anticlimax pós-eleitoral.

Ademais, os principais indicadores macroeconômicos do País foram, ao longo do segundo semestre de 1998, atingindo níveis críticos, segundo quaisquer parâmetros nacionais e internacionais. O déficit do balanço de pagamentos aproximava-se de 4,5% do PIB e atingiu a cifra de US\$ 35 bilhões. As contas públicas deterioravam-se aceleradamente, com o déficit público ultra-

passando 8% do PIB. As taxas de juros do Brasil estavam entre as maiores do mundo, ao mesmo tempo em que havia um consenso de que o real estava sobrevalorizado.

Deve-se notar, ainda, que o próprio acordo assinado com o FMI em dezembro de 1998 implicou uma deterioração da confiança nas políticas do Governo e da situação da economia brasileira. Contrariamente à percepção governamental, baseada no fato de que o acordo com o FMI, bem como os seus empréstimos, gerariam um melhora das expectativas, o fato é que o acordo representou o certificado de "óbito" do Plano Real. O esforço empreendido pelo Governo no sentido de "vender" o acordo à opinião pública brasileira e à comunidade financeira internacional como um acordo preventivo só poderia fracassar tendo em vista o já elevado grau de desestabilização da economia brasileira.

Por fim, a confiança no governo FHC desabou, acompanhando a trajetória de crescente vulnerabilidade externa da economia brasileira. Essa vulnerabilidade atingiu um nível crítico no final do ano, quando as expectativas com relação à evolução da economia mundial se mostraram mais favoráveis do que aquelas existentes até set.-out./98, enquanto as expectativas com relação ao Brasil se deterioravam rapidamente. Isto é, a economia brasileira mergulhava ainda mais fundo na fragilidade e contradições da política governamental e na sua vulnerabilidade externa, enquanto a economia mundial mostrava sinais de recuperação diante das turbulências ocorridas entre agosto e outubro. No final de 1998, a percepção era de que o "mundo" ia bem, enquanto a economia brasileira estava cada vez pior.

2 - Maxidesvalorização e vulnerabilidade externa

A maxidesvalorização forçada pelo mercado, a despeito das intervenções governamentais, tem vários efeitos sobre a economia brasileira. Aqui, a análise está restrita aos efeitos sobre a estabilização macroeconômica, tanto no *front* interno como no *front* externo. A desestabilização macroeconômica brasileira no *front* externo refere-se tanto ao desequilíbrio de fluxo (expresso no balanço de pagamentos) como ao desequilíbrio de estoque (passivo externo).

A desvalorização cambial pode, naturalmente, ter um impacto positivo sobre o balanço de pagamentos por meio do encarecimento das importações e do barateamento das exportações. Entretanto o resultado final em termos de aumento da receita de exportações e da redução das despesas com importações (saldo da balança comercial) depende da interação de um conjunto de quatro variáveis: as elasticidades-preço da oferta de produtos de exportação e de produtos importados e das elasticidades-preço da demanda por produtos de exportação e por importados. Quanto mais inelástica for a demanda pelas exporta-

ções brasileiras e pela demanda por produtos importados por brasileiros, menor tende a ser, *ceteris paribus*, o efeito líquido da desvalorização cambial sobre o saldo de divisas no balanço de pagamentos. Pode acontecer, inclusive, que grandes inelasticidades de demanda provoquem um efeito negativo sobre o balanço de pagamentos. Isso ocorre, por exemplo, quando a condição de Marshall-Lerner não é satisfeita.

Pode haver, ainda, uma tal deterioração dos termos de troca da economia brasileira (relação preço de exportação/preço de importação), que o saldo da balança comercial fica rígido, apesar do aumento do volume exportado e da contração do volume de importação. Deve-se mencionar o risco de protecionismo crescente a ser enfrentado pelos produtos brasileiros no mercado internacional, na medida em que exportadores brasileiros procurem aumentar sua receita (em reais), expandindo o seu volume exportado e reduzindo (menos do que proporcionalmente) o preço de exportação em dólares. O problema com a maxidesvalorização é que ela permite reduções drásticas de preços em moeda estrangeira, o que provoca ações "antidumping" (justas, em certa medida) nos países importadores.

Ademais, ainda que a maxidesvalorização induza a um aumento do valor exportado e a uma redução do valor importado, parece haver um consenso de que os valores apresentados no programa do FMI são irrealistas. O objetivo é transformar um déficit comercial da ordem de US\$ 7 bilhões em 1998 em um superávit de US\$ 11 bilhões em 1999. Esse resultado decorreria de um aumento da receita de exportações de 12% e de uma contração de 20% das importações. A percepção, mais ou menos generalizada, é que a queda de importações é compatível com a profunda depressão esperada (e programada) para 1999. Nos termos do acordo com o FMI, o PIB brasileiro deverá cair entre 3,5% e 4,5% em 1999.

A dificuldade reside, precisamente, na expansão das exportações. O baixo dinamismo da economia internacional de 1999 deverá restringir o aumento das exportações brasileiras. Revisões recentes das previsões de crescimento da economia mundial indicam taxas de crescimento entre 1% e 2,2%. Ademais, pela lado da demanda, há evidência de crescentes pressões protecionistas no mercado internacional, que, certamente, afetarão as exportações brasileiras.

As restrições para obtenção de linhas de crédito comercial para as exportações brasileiras, aliadas às restrições internas de financiamento e de incentivos para o setor exportador, poderão aumentar ainda mais no futuro próximo. Os preços da *commodities* mostram-se, de modo geral, pouco favoráveis para as exportações brasileiras.

A avaliação acima indica que, provavelmente, se alcançará algum superávit na balança comercial, ainda que a meta definida com o FMI não seja atingida. Na hipótese de as exportações crescerem cerca de 5% e as importações redu-

zirem-se em aproximadamente 20%, o superávit comercial brasileiro deverá ser da ordem de US\$ 7 bilhões. Deve-se notar, no entanto, que essa hipótese pode ser considerada como otimista nos atuais contextos brasileiro e internacional.

A balança de serviços (exclusive fatores de produção) também deverá ter uma melhora, considerando a queda dramática do PIB prevista para 1999. Contudo deve-se esperar que as contas de viagens e transportes continuem altamente deficitárias em 1999, como historicamente tem-se observado, mesmo quando houve uma queda significativa da renda nacional.

Não obstante as considerações acima, deve-se ressaltar que parte significativa do desequilíbrio dos fluxos do balanço de pagamentos do Brasil independe dos preços relativos, isto é, grande parte do déficit das contas externas brasileiras é completamente insensível a variações da taxa de câmbio. Em 1998, por exemplo, o pagamento líquido de juros e dividendos (cerca de US\$ 20 bilhões) respondeu por 60% do déficit de US\$ 35 bilhões de transações correntes. O serviço da dívida externa (valor líquido de US\$ 12 bilhões em 1998) independe totalmente da taxa de câmbio e é determinado pela taxa de juros do mercado internacional (mais o *spread*) e pelo estoque da dívida externa. Qualquer que seja a taxa de câmbio, as empresas brasileiras, bem como os Governos Federal, estaduais e municipais, deverão pagar os juros da dívida externa (excluindo-se, naturalmente, a hipótese de moratória).

No caso do pagamento dos lucros às matrizes das empresas estrangeiras operando no Brasil, a taxa de câmbio tende a ser um determinante secundário. Isto ocorre na medida em que a remessa se baseia no estoque de capital investido no Brasil, nos lucros obtidos e nas perspectivas de investimento. Esse estoque está baseado no investimento acumulado (em dólares). É verdade que a queda da renda reduz a massa de lucros das empresas, mas também é verdade que a queda da renda reduz o volume de investimentos e, portanto, os lucros reinvestidos. Menos reinvestimento de lucros implica mais remessas para o Exterior.

A análise acima indica que parte substantiva do déficit do balanço de pagamentos do Brasil apresenta rigidez estrutural, uma vez que independe da taxa de câmbio, bem como do nível de renda nacional. Nesse sentido, o fato a destacar é o desequilíbrio de estoque da economia brasileira nas suas relações econômicas internacionais. Em março de 1999, o Brasil tinha um passivo externo de aproximadamente US\$ 350 bilhões, sendo que US\$ 250 bilhões eram de dívida externa e cerca de US\$ 100 bilhões eram de estoque do investimento externo direto.

A deficiência mais grave do atual processo de ajuste externo é, precisamente, se concentrar na desvalorização cambial, sem levar em conta o desequilíbrio de estoque, isto é, o elevado passivo externo da economia brasileira. E mais, a situação agrava-se quando se mantém inalterada a causa básica

da crise cambial brasileira, que é a vulnerabilidade externa provocada pelas liberalizações cambial, financeira e comercial. Em ambos os casos, não há mudanças de preços relativos — por meio de maxidesvalorização — que alterem significativamente o crônico desequilíbrio das contas externas do País.

Assim, imaginar a existência de alguma taxa de câmbio de “equilíbrio” é desconhecer as causas básicas da crise brasileira. De fato, na atual situação brasileira, não faz sentido falar em taxa de câmbio de equilíbrio, porque não há estabilidade das condições de mercado, tanto pelo lado da oferta como pelo lado da demanda por divisas estrangeiras. Para que a “tesoura marshalliana” funcione, é preciso que haja robustez nas “lâminas” e firmeza no “corte”, isto é, confiança dos agentes econômicos que configuram as forças de mercado e o seu equilíbrio.

A situação torna-se dramática quando se considera que, pela lado da oferta de divisas, o grau crítico de vulnerabilidade externa da economia brasileira contaminou a confiança dos investidores internacionais nos últimos anos. Não é por outra razão que as recomposições de reserva internacional, desde meados de 1997, têm sido feitas com base em capital de curto prazo ou, então, em empréstimos oficiais.

Pelo lado da demanda por divisas, deve-se ressaltar que, na atual trajetória de instabilidade e de crise da economia brasileira, o “dólar” tende a se tornar cada vez mais um ativo de “reserva de valor” e, mais precisamente, uma alternativa para investimento de *hedge* contra a inflação e contra as variações de preços relativos dos ativos reais, financeiros e monetários. A demanda por dólar na economia brasileira, em 1999, deve ter um componente muito mais forte de proteção do que de especulação. Não se trata de “ganhar”, mas, sim, de “perder menos”. Essa é uma síndrome grave provocada pela crise cambial e pela maxidesvalorização de janeiro de 1999.

Os argumentos acima apontam o fato de que não faz sentido algum imaginar uma taxa de câmbio de equilíbrio para a economia brasileira no curto e médio prazos. A trajetória de instabilidade e de crise, que afeta as condições de demanda e oferta de divisas, torna os cálculos baseados em paridade de poder de compra exercícios sem significado algum. Falar de taxas de equilíbrio entre 1,50 e 1,60 ou entre 1,60 e 1,70 é desconhecer as causas básicas da crise cambial brasileira.

Ademais, a situação de trajetórias de desequilíbrio destaca-se quando o dólar deixa de ser, cada vez mais, um ativo monetário (usado como meio de pagamento) e se transforma em um ativo quase-financeiro (usado para *hedge* e, eventualmente, para especulação).

Nesse contexto, as taxas de câmbio programadas no acordo com o FMI (1,90 em março, 1,80 em junho e 1,70 em dezembro) estão distantes da realidade.

de econômica brasileira. Isso é verdade não somente pelas razões mencionadas acima, que expressam a instabilidade da economia brasileira, como também pela dificuldade de se aceitar uma taxa real de câmbio em dezembro que se aproximaria da taxa de janeiro. Na hipótese de uma inflação de 16,8% em 1999 (nos termos do acordo com o FMI), a taxa de 1,70 em dezembro de 1999 significaria uma taxa real de 1,45 a preços de antes da crise de janeiro deste ano. Não parece haver dúvida de que esta é uma taxa de desequilíbrio, visto que expressaria um "dólar barato" dentro da atual situação de desequilíbrio externo da economia brasileira.

Por fim, as deficiências da política cambial do Governo FHC colocam dificuldades enormes quanto ao uso da política monetária.

3 - Inconsistência macroeconômica

O novo acordo do Governo brasileiro com o FMI não difere substancialmente do primeiro, na medida em que é mantida a "cláusula pétrea" de manutenção das aberturas comercial, financeira e cambial. O resultado é que não se elimina a causa básica da vulnerabilidade externa e da crise cambial brasileira, que é, precisamente, a abertura para o Exterior. O novo acordo assinado no início de março é ainda pior do que o primeiro, o de dezembro do ano passado, visto que ele envolve ambivalências e inconsistências. Deve-se notar que o acordo foi negociado em um período de transição da equipe econômica do Governo, em particular com mudanças no núcleo duro que formula e opera as políticas cambial e monetária no Banco Central.

Não resta dúvida de que o Governo FHC, além de fraco no que diz respeito à tomada de decisão, continua perdido, sem rumo, no que se refere à estabilização macroeconômica. O melhor sinal disso é o conjunto de ambivalências e inconsistências que permeiam o novo acordo com o FMI. Esses fatos implicam que a conjuntura econômica nacional continuará marcada por forte turbulência, no que diz respeito tanto aos desequilíbrios externos (fluxos correntes do balanço de pagamentos e do estoque da dívida externa) quanto aos desequilíbrios internos (inflação, contas públicas, nível de atividade). Vejamos as ambivalências e inconsistências relativas à política monetária.

Não fica claro qual o uso que será feito da política monetária. Em outras palavras, ninguém sabe se a política monetária será usada para reduzir o déficit externo ou para combater a inflação. O Presidente do Banco Central afirmou que a nova política monetária é do tipo "clássico" e está orientada para combater a inflação. Por outro lado, é evidente que o principal problema econômico brasi-

leiro — a causa principal da crise atual — é o desequilíbrio externo. E, de fato, desde 1995 a política monetária tem sido usada com o nítido intuito de atrair capital de curto prazo. Isso indica ambivalência no uso da política monetária.

O objetivo mencionado pelo Presidente do Banco Central e expresso no acordo com o FMI, ou seja, de uma taxa de juros real da ordem de 10% é, na melhor das hipóteses, uma ficção ou frágil peça de propaganda. Deve-se mencionar que, durante o Governo FHC, a taxa anual de juros real no Brasil nunca foi inferior a 20%. Na atual situação brasileira, de enorme e crescente fragilidade externa, imaginar que é possível manter a taxa de juros real da ordem de 10% no final do ano, sem reversão da política governamental de abertura externa, é totalmente inconsistente com a realidade.

Justificar taxas de juros irrealisticamente baixas até o fim do ano com o argumento de que a política monetária deverá também ser usada para controlar a dívida pública agrava ainda mais o problema, na medida em que se introduz inconsistência na política governamental (e no acordo com o FMI). Essa inconsistência é evidente, visto que taxas de juros altas atraem capital estrangeiro e restringem as pressões inflacionárias, mas pressionam a dívida pública. Com isso afeta a credibilidade do Governo e, portanto, deteriora ainda mais as expectativas dos agentes econômicos com relação ao futuro da economia brasileira.

Ao fim e ao cabo, entre ambivalência e inconsistência, não se sabe o que o Governo pretende fazer com a política monetária. A percepção é que nem mesmo ele sabe o que vai fazer e que acabará reagindo de forma discricionária e passiva, como sempre fez até agora. O resultado não deve ser outro: credibilidade decrescente do Governo FHC, risco crescente de mais um exercício de incompetência governamental e, portanto, mais uma crise cambial e econômica no curto prazo. O Governo FHC, que foi eleito para trazer estabilidade e estabilização econômica, está marcado, cada vez mais, pela trajetória de instabilidade e crise.

No que se refere à política monetária, deve-se ressaltar que a política governamental de avanço do processo recessivo pode provocar aumentos ainda maiores dos níveis de falência de empresas. Diante de elevadas taxas de juros, há um risco potencial enorme de crise bancária e financeira. O argumento freqüentemente utilizado de que os sistemas bancário e financeiro brasileiros são robustos comparativamente, por exemplo, aos sistemas de outras economias emergentes, deixa de lado o fato de que parte substantiva dos problemas bancários e financeiros domésticos desses países decorreram da própria crise cambial. A experiência brasileira de 1995, no contexto do ajuste pós-crise do México, e que levou ao Proer, sugere que devemos ter muita cautela quanto ao grau de robustez dos sistemas bancário e financeiro brasileiros. Simples indica-

dores de alavancagem não significam muita coisa, quando há uma crise de desconfiança generalizada e uma onda de falências no lado real da economia. Além disso, os grandes bancos brasileiros são verdadeiras “caixas pretas”!

4 - Câmbio e juros: políticas alternativas

Modificações de nível da taxa de câmbio, por meio de bandas, intervenções esporádicas, livre flutuação ou maxidesvalorização, envolvem unicamente alterações de preços relativos, que não resolverão o grave desequilíbrio externo da economia brasileira. Políticas de ajuste centradas nas mudanças de preços do dólar e nas contrações drásticas da demanda agregada resultam em elevado custo (trajetória de instabilidade e crise) e deixam de lado o enfrentamento da causa básica da crise brasileira — a vulnerabilidade externa. Na seção acima, foi feita a crítica das políticas cambial e monetária do Governo FHC. Nesta última, serão apresentadas as diretrizes gerais de uma linha alternativa para a correção dos desequilíbrios macroeconômicos brasileiros, com ênfase nas políticas cambial e monetária.

A atual vulnerabilidade externa da economia brasileira exige a centralização das operações cambiais. Nesse caso, pelo lado da demanda, o Banco Central tem o poder de monopólio no mercado. Diariamente, o Bacen compra todos os dólares a uma taxa divulgada no início das operações. Pelo lado da oferta, o Bacen exerceria o poder de monopólio, pois forneceria diariamente quantidades fixas de dólares no mercado.

A centralização cambial permitiria que o País operasse com um sistema de taxas múltiplas de câmbio e combinasse o regime de câmbio fixo com o regime de câmbio flexível. O câmbio fixo regularia as compras de dólares efetuadas pelo Bacen referentes a todas as operações cambiais de exportação de bens e serviços, bem como o ingresso de capital. Os dólares para a importação de produtos essenciais (trigo, petróleo, alimentos básicos, bens de capital) também teriam uma taxa fixa de câmbio (reajustável por períodos variáveis, segundo a disponibilidade de divisas e a evolução da inflação).

O câmbio flexível (com uma oferta diária dada de dólares pelo Bacen) seria o regime que regularia o mercado cambial para importação de bens não essenciais, pagamento de serviços de fatores (juros e lucros), pagamento de serviços de não-fatores (transporte, turismo, etc.), transferências unilaterais e fluxos de capitais (saída). Nesse caso, a demanda faria a zeragem do mercado por meio da taxa de câmbio, uma vez que que a oferta diária de dólares seria fixa.

O sistema de taxa de câmbio múltipla, que combina regimes cambiais de taxa fixa e flexível com controles diretos, é a única saída para a grave crise das contas externas do Brasil. Dessa forma, poderia minimizar o impacto inflacionário da desvalorização cambial e reduzir a volatilidade dos preços de uma mercadoria estratégica (dólar), ao mesmo tempo em que se reduziria a vulnerabilidade externa do País.

No que se refere à política monetária, o objetivo central deveria ser a recuperação do nível da atividade produtiva e a criação das condições para a retomada do crescimento econômico. Tendo em vista as pressões inflacionárias recentes, decorrentes da maxidesvalorização e da deterioração das expectativas frente à desorientação do Governo FHC, caberia promover políticas ativas que provocassem um choque de oferta, contrabalançando as pressões inflacionárias.

Para combater a inflação, o Governo deveria promover um choque imediato de oferta, que permitiria o aumento da produção e do emprego, com a estabilidade do nível geral de preços. O choque de oferta significa a expansão da produção de bens (arroz, feijão, milho, etc.), que têm uma resposta rápida em termos de plantio, cultivo e colheita. Deveriam ser adotadas medidas de políticas agrária e agrícola, diferenciadas por região, tipo de cultura e por condição dos produtores, que viabilizariam as unidades produtivas familiares e comunitárias.

No que se refere ao setor industrial, a aprovação e a implementação de mecanismos que permitam a formalização do setor informal, impulsionariam esse setor, criando condições para sua inserção no sistema legal e formal da economia brasileira. Esquemas de promoção de micro, pequenas e médias empresas precisariam ser implementados com rapidez, com o propósito de obter resultados no curto prazo, inclusive no que se refere ao comércio exterior. Dentre esses mecanismos, cabe mencionar as redes de centros de serviços empresariais e linhas especiais de financiamento descentralizadas. Setores com alta intensidade de mão-de-obra, como o de construção e o de turismo deveriam ser estimulados por meio de mecanismos descentralizados, que dão flexibilidade e resultados no curto prazo.

Em síntese, a política monetária não seria orientada nem para uma meta de inflação, nem para uma meta de crescimento da quantidade de moeda. A taxa de juros e a oferta monetária seriam instrumentos usados para se alcançar uma meta real de crescimento econômico. O choque de oferta de bens e serviços seria o "poder compensatório" para as pressões inflacionárias, inclusive no curto prazo. A reversão das expectativas inflacionárias, por meio de um firme compromisso com o crescimento econômico, assentado na correção dos desequilíbrios externo e interno, também seria determinante no combate às pressões inflacionárias. Nem *inflation target*, nem *money target* e, sim, *growth target*!

