

# A Argentina, de novo na encruzilhada

STANLEY FISCHER

No final de 1985, não parecia absurdo falar no milagre do Plano Austral. Nove meses depois, é evidente que os céticos tinham razão e que a Argentina está de novo numa encruzilhada. Ou a estabilidade trazida pelo Plano Austral é resgatada ou voltarão a espiral inflacionária e a instabilidade do início da década de 80.

## Por que voltou a inflação?

A volta da inflação resulta da pressão salarial que começou a se fazer sentir logo depois de ter sido implantado o Plano Austral, e da política monetária e fiscal expansionista. Os sindicatos argentinos, divididos em vários grupos políticos, tinham poucos incentivos políticos para cooperar com o Plano Austral. As perdas salariais já haviam se tornado um problema sério no final de 1985. Esse é um problema, porém, que envolve duas partes, patrões e empregados, e a disposição dos patrões em conceder grandes aumentos salariais só pode ter sido baseada na firme convicção de que o governo iria acomodar as pressões inflacionárias resultantes.

Na Argentina, não havia grande confiança na manutenção do sucesso inicial do Plano Austral. Os argentinos já se acostumaram aos programas de estabilização. Com isso, era essencial que o governo implantasse uma política macroeconômica capaz de impedir o aumento da inflação e que mantivesse essa política mesmo que os salários subissem rapidamente.

Isso não ocorreu. O principal problema é de natureza fiscal, uma área em que os fatos são objeto de divergências. O Tesouro insiste que, de acordo com suas definições e do Fundo Monetário Internacional, o déficit orçamentário está sendo mantido em torno de 2% a 4% do Produto Nacional Bruto (PNB). Essa medida do déficit inclui as operações quase-fiscais do Banco Central. Outras estimativas feitas de uma perspectiva mais abrangente indicam que o

déficit atual está em cerca de 8% do PNB, (uma concordância a respeito das definições orçamentárias adequadas iria, aliás, ajudar tanto o público como os dirigentes governamentais a entender o impacto da política fiscal). O mais provável é que o déficit esteja na faixa dos 4% a 8% do PNB, o que é alto demais para dispensar a emissão de moeda e a inflação.

É muito difícil fazer a interpretação da política monetária nos estágios iniciais de qualquer programa de desinflação. Se a estabilização funcionar, haverá um rápido aumento na demanda real de dinheiro — ou seja, de dinheiro medido em termos de seu poder de compra — com a reinserção dos setores da população que estavam fora do mercado. A oferta de dinheiro pode, portanto, aumentar muito rapidamente sem criar inflação. No entanto, se não houver um aumento na demanda de dinheiro, o rápido crescimento na moeda circulante irá alimentar a inflação. Na segunda metade de 1985, a rápida expansão da base monetária, numa média de 8% ao mês, foi provavelmente justificada, em vista do aumento da demanda. A manutenção desses índices de expansão este ano foi, porém, mais problemática. Um indicio de que esse crescimento foi excessivo é que a taxa de expansão da base monetária não foi muito maior do que a de outros itens financeiros. Ao invés de converter suas carteiras para o dinheiro, os argentinos estavam aumentando todas as reservas financeiras. A medida mais ampla destas, o M5, aumentou em mais de 6% ao mês este ano. O crescimento do M5 é significativamente afetado pelo déficit fiscal.

## E agora?

Os dirigentes governamentais argentinos sabem que a estabilização corre riscos. Seu diagnóstico baseia-se em grande parte na noção de que os aumentos de preços de itens específicos, sobretudo de alimentos, tiveram um papel importante na

volta da inflação. Eles também argumentam que é mais difícil controlar a inflação numa economia essencialmente fechada do que numa economia com grande volume de transações comerciais. Por isso, querem abrir a economia e permitir a concorrência de preços com os produtos importados para impedir os produtores argentinos de aumentar os preços.

Embora a abertura da economia seja benéfica, o argumento do governo argentino está, no máximo, correto pela metade. Se a taxa cambial é mantida fixa numa economia aberta, é obviamente improvável que os preços de produtos comercializados se afastem muito dos preços a nível internacional. No entanto, a taxa cambial só pode ser mantida fixa se a política fiscal e monetária produzirem um nível adequado de demanda interna. Os argentinos não precisam ser lembrados do que acontece quando a taxa cambial é mantida para combater a inflação e uma política macroeconômica inadequada produz um nível de demanda também inadequado. Nem mesmo numa economia fechada a taxa de inflação pode ser mantida num nível reduzido a menos que a política fiscal e monetária gere o nível apropriado de demanda agregada.

Uma política macroeconômica restritiva num contexto de salários em crescimento rápido só pode produzir a recessão, a menos que os trabalhadores concordem em abrir mão dos aumentos previstos. Presumindo-se que isso não seja possível, restam ao governo duas opções.

## Controle dos prejuízos

A opção de controle dos prejuízos procura moderar os efeitos dos aumentos salariais nos preços, deixando as desvalorizações e aumentos de tarifas das companhias estatais bem abaixo da inflação, se possível reduzindo os impostos diretos e mantendo o máximo de disciplina fiscal possível.

De acordo com essa estratégia, o

governo pode chegar, em janeiro de 1987, a uma inflação de cerca de 4% ao mês, com a redução da pressão da demanda pela política restritiva e com alguma probabilidade de diminuir a taxa de inflação nos meses seguintes. Esse seria o resultado mais favorável dessa estratégia.

Há, porém, a possibilidade de um resultado negativo, com a sobrevalorização do austral, o aumento do déficit com a manutenção de baixos preços no setor público e a retomada da espiral inflacionária. Num ano de eleições, as perspectivas de manter uma política restritiva para reduzir de novo a inflação a níveis próximos de zero são muito pequenas.

## Mais uma tentativa

A alternativa que resta é tentar repetir o sucesso do Plano Austral, usando os controles de preço e salários com a maior seriedade para restaurar a estabilidade dos preços e salários, apertando, ao mesmo tempo, a política fiscal e monetária, uma medida essencial para garantir que a inflação não volte aos níveis anteriores uma vez suspensos os controles.

É evidente que a credibilidade não é a mesma da segunda vez que se usa essa estratégia. Ainda assim, a credibilidade do plano de controle de prejuízos é muito menor, uma vez que, nessa alternativa, o governo está implicitamente anunciando que irá permitir taxas de inflação de 4% a 6% ao mês, ou ainda maiores. É extremamente problemático voltar dessas taxas para uma situação de estabilidade de preços.

A Argentina não seria o primeiro país a precisar de mais de uma tentativa para estabilizar sua moeda. O êxito nesse plano é uma das condições essenciais para a retomada do crescimento econômico tão urgentemente necessária ao país depois de quinze anos de declínio no padrão de vida da população. (Traduzido do inglês por Cássia Rocha)

STANLEY FISCHER é professor do Instituto de Tecnologia de Massachusetts (MIT).

## Monitor

Marcos Cintra Cavalcanti de Albuquerque

## O dilema do descongelamento

Em recente entrevista ao "Jornal do Brasil", o secretário do Tesouro, André Calabi, afirmou o que há muito se suspeitava — as divergências de opinião entre as autoridades econômicas impediram que o governo mostrasse maior agilidade na administração da demanda agregada. Como resultado desta imobilidade, as pressões inflacionárias aumentaram e as possibilidades de um processo suave de descongelamento não-inflacionário tornaram-se cada vez mais remotas.

Suspender abruptamente o congelamento está fora de qualquer cogitação; o impacto dos preços reprimidos e da atual escassez de gêneros seria fatal para a luta antiinflacionária. Como alternativa, insiste-se na frustrante tentativa de manter, a qualquer custo, o rígido congelamento iniciado sete meses atrás. Ao optar por esta estratégia, o governo agrava as distorções que já ameaçam tornar-se insuperáveis; ao procrastinar decisões urgentes — por razões eleitorais ou por convicções errôneas — criam-se impasses que exigirão providências ainda mais dolorosas no futuro.

É preciso iniciar-se imediatamente um processo planejado de descongelamento. Infelizmente, tornou-se impossível fazê-lo de forma não inflacionária. Ainda há espaço, contudo, para ajustar preços relativos por aproximações sucessivas.

O descongelamento temporário, durante o qual os preços relativos poderiam ser reequilibrados, seguido de um novo congelamento para evitar processos de realimentação inflacionária, não é uma opção factível; seria ingenuidade supor que os preços seriam reajustados na estrita medida das distorções existentes. Embora não seja uma estratégia viável, ela serve de referência para tentativas de se reproduzir os mesmos resultados de maneira controlada.

Reajustes setoriais de preços, para cima e para baixo, poderiam ser

implementados por intermédio de tabelamentos baseados nas planilhas de custos existentes nos principais órgãos oficiais controladores de preços. Não se permitindo a reindexação da economia, o reajuste simultâneo dos preços, tanto dos que estão atrasados quanto dos que estão adiantados, geraria um repique instantâneo da inflação; mas o congelamento, reanimado pela correção das principais distorções do passado, teria condições de ser mantido (com outras eventuais correções intermediárias) pelo período necessário para que eventuais medidas de contenção de demanda sejam acionadas, criando-se, assim condições propícias para o retorno da normalidade de mercado.

O importante nesta estratégia é efetuar o maior número possível de correções de preços, todas de uma só vez, evitando-se que a falta de sincronização dos reajustes seja fator de realimentação das expectativas inflacionárias. Também essencial é ficar claro para toda a sociedade que o objetivo do reajuste de preços é transferir renda para os setores cujos preços estavam atrasados, penalizando-se aqueles com preços adiantados e, se necessário, por meio de reduções nos lucros e nos salários reais.

Suponhamos um aumento no preço ao aço, notoriamente defasado. Nos demais setores, só seriam permitidos os repasses de custos causados diretamente pelo aumento do aço, e indiretamente pela elevação de preços de insumos resultantes daquela elevação inicial. O importante é que haja efetiva transferência de renda aos setores mais prejudicados pelo atual congelamento.

A estratégia proposta é de difícil implementação, mas por meio de aproximações sucessivas será possível sair de uma situação na qual não deveriamos jamais ter entrado.

MARCOS C. CAVALCANTI DE ALBUQUERQUE é doutor pela Universidade de Harvard (EUA), chefe do Departamento de Economia do FGV-SP e consultor de Economistas Peller.

## Por dentro do mercado financeiro

José Roberto Mendonça de Barros

## A carne some e o juro sobe

No jogo da carne o placar atual é indiscutível:

Escassez 3 x 0 Abastecimento. Daí o conjunto de medidas anunciadas na quarta-feira, sobre as quais teríamos três observações a fazer: em primeiro lugar, o excesso de demanda vigente na economia é, claramente, um dos componentes (embora não o único) da questão. Na realidade, é facilmente perceptível que existe uma piora generalizada nas condições de oferta de bens que, antes que tudo, decorre do crescimento exagerado da renda disponível.

É cada vez mais claro, e sobre isto já escrevemos muitas vezes, que a redução da demanda é a questão mais grave hoje enfrentada pela política econômica, e que se não for adequada e rapidamente tratada pode vir a comprometer todo o esforço de estabilização. Em segundo lugar, o caso da carne é ilustrativo de um equívoco de política agrícola que vem se agravando nos últimos anos, que é a grande participação do governo no manejo físico da comercialização. A experiência recente já demonstra à sociedade que o governo é uma máquina pesada demais para realizar com eficiência a comercialização de produtos agrícolas. Isto não significa a ausência de suporte ao produtor e/ou consumidor, o que pode ser feito via crédito, impostos, tarifas etc.; entretanto, é preciso reconhecer que só um sistema descentralizado funcionaria bem, independente do fato de ser realizado por instituições públicas ou empresas privadas. Ademais, a eficiência, a estabilização de comercialização eleva sobremaneira o custo fiscal da política agrícola, comprometendo o orçamento (vide, entre outros, o caso do trigo).

Em terceiro lugar, as medidas da semana envolveram a suspensão das operações de mercado futuro do boi e garrotes. Embora seja evidente que a questão política foi o fator decisivo para tal ação, é preciso dizer que ela foi um equívoco lógico e econômico.

Do ponto de vista lógico, se um contrato futuro é pouco negociado (como o de garrotes), ele não tem porque afetar qualquer expectativa (é aliás o que acontece hoje com o futuro do câmbio); por outro lado, se um contrato com liquidez apresenta irregularidades, cabe aos órgãos competentes a fiscalização das operações e não a suspensão do contrato. Finalmente, tal medida machuca um instrumento financeiro moderno, que existe em todos os lugares do mundo e que (dada a eliminação da indexação) é de existência indispensável para minimização de riscos.

No mercado de juros, por outro lado, a semana foi de alta, estimulada inicialmente pela colocação pelo Banco Central, de LTNs a uma taxa máxima de 4,17%, em termos de "overnight". O mercado realizou que as autoridades serão vendedoras líquidas de papel até o fim do ano. Afetou também as expectativas de divulgação da taxa de inflação "cheia", 3,5% para o mês de agosto. Entretanto, é preciso cautela, porque o mercado parece estar exagerando acerca do nível de acomodação das taxas.

De qualquer forma, os juros atuais continuam impedindo qualquer recuperação das Bolsas de Valores.

JOSÉ ROBERTO MENDONÇA DE BARROS é do Departamento de Economia da USP, diretor da MBE Consultores Associados e do Marcelo Ferraz S/A Corretora de Câmbio e Valores.

## Impulsos e bloqueios ao crescimento econômico

ANTONIO BARROS DE CASTRO

A que taxa pode crescer a economia brasileira? Em 1984, esperava-se o aprofundamento da recessão, mas verificou-se um crescimento da ordem de 4,5% do PIB. Tancredino Neves morreu convencido de que a economia brasileira (assim como as instituições democráticas) estava por terra. Dizia-se à época que o país não poderia retomar o crescimento sem livrar-se do fardo do endividamento externo. Mas o Brasil — pagando integralmente os juros da dívida — apresentou, ao final de 1985, a maior taxa de crescimento do mundo.

O presente ano começou sob o signo da hiperinflação. Esta, para muitos, indicava que o crescimento recente fora excessivo, verdadeira orgia (a imagem não é minha), à qual se seguiria necessariamente um período de ressaca.

Veio o Plano Cruzado. Para alguns, ele traria de volta a recessão. Os seus patrocinadores, no entanto, ousadamente, apostavam em que o Plano permitiria, em simultâneo, dar um tombo na inflação e preservar o crescimento. Para eles, o que consta, a taxa esperada de expansão em 1986 seria de 6% ao ano. E foi isto que está aí: a produção industrial disparando à taxa de 12% ao ano, e o PIB ameaçando crescer 9% ao ano.

Afinal, o insistimos, a que taxa pode crescer esta economia? Para responder a esta pergunta,

convém ignorar, de início, as chamadas restrições — supostas ou verdadeiras — ao crescimento. Em tais circunstâncias, torna-se evidente — por contraste com as economias maduras, bem como, genericamente, com as outras economias subdesenvolvidas — a excepcional conjunção de fatores favoráveis ao crescimento — que conta presentemente a economia brasileira. Dentre eles, destacamos:

— a existência de uma aparelhagem produtiva integrada e razoavelmente atualizada, servida por uma infraestrutura de serviços básicos também razoavelmente moderna. Neste conjunto recém-implantado de atividades, a produtividade média deverá crescer rapidamente nos próximos anos;

— a difusão, ainda limitada, do consumo de numerosos bens e serviços modernos. Esta característica, além de beneficiar, em princípio, a expansão, oferece um roteiro para o crescimento: a massificação do consumo de produtos cujos mercados já se encontram saturados nos países centrais;

— a existência de mão-de-obra abundante, ajustada a regimes modernos de trabalho, e cujos salários — ainda quando se elevem firmemente nos próximos anos — permanecerão relativamente baixos por um longo período.

Frente a este potencial de cresci-

mento, a expansão acelerada chocava-se com três barreiras. Primeiramente, não há crescimento rápido e sustentável sem monitoramento da capacidade produtiva. Isto é, o crescimento acelerado requer a antevista dos pontos de estrangulamentos futuros, bem como a antecipação de novas oportunidades de avanço. Isto nos remete aos outros dois possíveis obstáculos.

Ilá que importar apenas o indispensável e exportar o bastante para que o saldo comercial resultante seja suficiente para pagar os juros da dívida. Isto porque o pagamento integral dos juros — como já deve ter ficado claro para o mais ingênuo dos observadores — é condição necessária da autonomia da política econômica. Dado que o elevado grau de integração do aparelho produtivo e o quadro inicial (exportações duas vezes superior às importações) jogam a nosso favor, isto se traduz na prática em permitir (digamos) que as importações todas cresçam em média 12% ao ano, enquanto as exportações cresçam em média 6% ao ano. Estes objetivos parecem-nos plenamente alcançáveis.

Por outro lado, é preciso dispor de suficiente poupança interna. A poupança privada, hoje situada em cerca de 18% do PIB, e tendendo em princípio a crescer, não constitui problema. O bloqueio reside, como todos sabem, na poupança pública.

Ilá vários caminhos para a restauração da capacidade de poupar do setor público: recuperação de tarifas, elevação da receita tributária, redução das transferências ou corte de despesas. Como determinadas tarifas encontram-se patentemente deprimidas e a receita tributária (bruta) caiu significativamente, os dois primeiros caminhos parecem prioritários.

Em resumo, crescer a um nível acelerado — próximo daquele que vem sendo espontaneamente alcançado pela economia — requer: a adoção de políticas de oferta; a preservação do saldo comercial; e a restauração da capacidade de poupar do setor público.

As dificuldades maiores residem, ao que parece, na recuperação da capacidade pública de poupar — algo (paradoxalmente) que caracterizava a economia brasileira num passado ainda bem recente. Na medida em que aqueles objetivos intermediários "não" sejam alcançados, o crescimento torna-se "instável" e (em média) inferior ao crescimento alcançável. Curiosamente, no entanto, trata-se, no fundamental, de "desbloquear" um movimento que parece nascer do interior da economia.

ANTONIO BARROS DE CASTRO, 48, é professor titular de Política Econômica da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ). Foi membro do Instituto de Estudos Avançados da Universidade de Princeton (EUA).

## Joelmir Beting

## A recapitalização do ativo imobilizado

Os dois maiores latifundiários urbanos do Brasil, em metragem de terreno baldio e de área construída, são o Iapac e o Banco do Brasil. Os dois gigantes da estocagem imobiliária acabam de tomar uma decisão digna de empresa em apuros: desmobilizar tudo o que não estiver a serviço da Previdência Social e a serviço do próprio Banco do Brasil.

Resultado da primeira avaliação patrimonial, pela rama: o Banco do Brasil pode desfazer-se de um mínimo de 712 imóveis em todo o país. E mais: deve cancelar os contratos de construção ainda em fase de negociação. O plano de ampliação e modernização das agências do banco acaba de ser colocada na geladeira. Um corte sumário de contratações da ordem de Cz\$ 1,2 bilhão.

## Para os menores

A descarga dos imobilizados do Iapac partiu de uma iniciativa pessoal do ministro Raphael de Almeida Magalhães: a Previdência Social, com caixa furado e plano engavetado, não pode continuar deitada eternamente sobre um patrimônio imobiliário sem qualquer retorno econômico ou social. Os imóveis alugados não estão pagando nem mesmo os respectivos impostos.

Objetivo do ministro: montar um fundo de amparo ao menor abandonado pela "decolagem" da Funabem. A ordem é recuperar, para o Brasil 2000, pelo menos uma fatia do tenebroso bolo de dezesseis milhões de crianças sem família.

Eis o lastro físico do Iapac: 2.375 lotes urbanos, 1.147 apartamentos funcionais, 13.924 unidades em conjuntos residenciais, 234 andares completos em edifícios comerciais, 702 salas de escritórios, 536 imóveis não residenciais, 124 garagens, 45 galpões e 762 lojas ou "pontos" comerciais.

## Subsídio postal

Com um bolo gelado, o presidente da ECT (Empresa Brasileira de Correios e Telégrafos), Laumar Melo Vasconcelos, celebrou o primeiro aniversário do congelamento das tarifas postais no Brasil.

A empresa estatal, que saiu do crédito público e do déficit global, volta a perder Cz\$ 100 milhões por mês, ela que tem nas pessoas jurídicas 80% do seu faturamento bruto. Com o cruzado, perdeu 66% da correspondência bancária (ou 15% da receita total). Mas recuperou alguma coisa na mala direta. Na tarifa área, porém, o cliente paga Cz\$ 6,20 pelo quilo de um serviço que custa à ECT nada menos de Cz\$ 11,70. Subsídio de luxo.

## Demissionários

Laumar Vasconcelos gostaria de acabar com isso para remunerar melhor os carteiros. Eles ganham Cz\$ 1.900,00 por mês, com um batedor de 8,45 horas por dia. O carteiro é o funcionário público que mais trabalha no Brasil. Ele tem trabalho e não apenas emprego.

Resultado: os carteiros estão pedindo demissão do serviço público...

## Só a Docenave

As vinte empresas mais rentáveis do Brasil do cruzeiro, exercício de 1985, são lideradas por duas multinacionais: a Rohm and Haas e a Xerox, ambas americanas. A primeira apurou uma taxa de rentabilidade (sobre o respectivo patrimônio) de 147%. A Xerox reproduziu o lucro na base de 131%. Apenas uma empresa estatal aparece na lista das vinte mais rentáveis: a Docenave, subsidiária de transporte da Vale do Rio Doce, com rentabilidade de 48,4%. Ela não trabalha com tarifa "administrada". Na classificação por índice de liquidez, liderada pela Termomecânica, com 6,37 pontos, a lista das vinte melhores também abriga uma única estatal, a Petrobrás Distribuidora, com 2,88 pontos.

Revelações da edição anual "Melhores e Maiores", da revista "Exame", que vai circular na semana que vem.

## Lucros a salvo

É como vai o lucro das empresas já no Brasil do cruzado? Vai muito bem, obrigado.

Quem responde por elas é a empresa de consultoria Arthur Andersen: a reforma do cruzado praticamente duplicou a rentabilidade da maioria das duzentas empresas submetidas ao crivo contábil da consultoria, todas de capital aberto, com ações cotadas em Bolsa. Na avaliação dos técnicos da Arthur Andersen, os apertos do congelamento sumário dos preços foram compensados, com

folga, pela redução dos custos financeiros desindexados, pelos ganhos de economia de escala (sob pressão da demanda) e pelos processos de "otimização" da produtividade, vulgo administração severa de custos.

Para o segundo semestre, já na metade, os balanços devem hospedar o declínio da rentabilidade do bloco: estão em alta os custos salariais, os custos financeiros, os custos fiscais e os custos comerciais (vulgo ágio).

## Sem negociação

Quem permanece na fossa, no cruzeiro ou no cruzado, é o salário mínimo, abaixo do mínimo de renda familiar exigido pela sobrevivência biológica do brasileiro desqualificado. O acompanhamento das mágicas do salário mínimo é do Dieese, que vai encaminhar aos ministros da área econômica um modelo de "política explícita" para o salário mínimo, que não está em livre negociação.

Premissa um: se colocado no valor exigido pelo artigo 165 da Constituição brasileira, o do atendimento das necessidades básicas do trabalhador e três dependentes, o mínimo do cruzado, fixado em Cz\$ 804,00, deveria ser, hoje, de Cz\$ 3.606,00.

Premissa dois: o mínimo atual equivale a 51% do seu valor real de 1940. Se medido em dólar corrente, é o menor mínimo da América Latina: US\$ 58,40. Com um lembrete que o candidato a deputado Delfim Netto costuma fazer em campanha: em 1982, o mínimo valia US\$ 103,00.

Fundo de Ações  
**Flex Par**

**O MOMENTO DE AÇÃO.**

Valor da cota Cz\$ **44,48**  
Em: 18/09/86

**CHASE**

ANTONIO BARROS DE CASTRO, 48, é professor titular de Política Econômica da Universidade de Princeton (EUA) e professor de Economia da Fundação Getúlio Vargas (FGV).

JOSÉ ROBERTO MENDONÇA DE BARROS é do Departamento de Economia da USP, diretor da MBE Consultores Associados e do Marcelo Ferraz S/A Corretora de Câmbio e Valores.