



Rio de Janeiro, 28 de setembro de 1998.

Ao Dr. Fernando Henrique Cardoso
Presidente da República Federativa do Brasil
Palácio do Planalto 3º Andar
Praça dos Três Poderes - Brasília - DF

Referência: **A Maxi Heterodoxa**
Uma saída, sem dor, para a sinuca de bico do Plano Real

por Claudio Braga de Abreu e Silva

Exmo. Sr. Presidente da República,

O Brasil está passando por uma fase de muitas incertezas e riscos, relacionada a dois pontos críticos da atual política econômica do governo: o câmbio sobrevalorizado e os juros elevados. Para complicar ainda mais, estamos às vésperas de eleições e no meio de uma crise mundial sem precedentes, que vem afetando significativamente as chamadas economias emergentes, num mundo cada vez mais globalizado.

Desta forma, o momento é de procurarmos uma maneira inteligente de ajustar a nossa economia, para que a estabilização de preços, conseguida com o advento do Plano Real, não seja perdida, mesmo que seja necessário se fazer uma maxi-desvalorização cambial. Tal medida geralmente vem acompanhada de grandes malefícios para países que a fazem fora do seu controle, em especial para a classe trabalhadora.

Assim, boas propostas de como equacionar a questão devem ser estimuladas e apoiadas. Dentro deste ponto de vista, resolvemos prestigiar a iniciativa do nosso colega Claudio Braga de Abreu e Silva, engenheiro da BNDESPAR (BNDES Participações S.A.), e diretor financeiro da AFBNDESPAR. Ele acaba de elaborar mais uma proposta para nossa economia, denominada "**A Maxi Heterodoxa**", de subtítulo "**Uma saída, sem dor, para a sinuca de bico do Plano Real**", de 28/09/98, que contém pequenas melhorias de texto em relação à versão de 25/09/98 (que foi encaminhada por e-mail para V.Exa), e em relação a versão de 24/09/98, que foi entregue ao Dr. André Pinheiro de Lara Resende, presidente do BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social.

Devido à sua importância e oportunidade, decidimos enviar esta proposta (em anexo) para a avaliação de V.Exa., e solicitar o seu encaminhamento para análise do governo federal, colocando-a entre as alternativas em estudo para nossa crise atual. Desta forma, gostaríamos que esta sugestão fosse avaliada pelo Ministério da Fazenda, pelo Ministério do Planejamento e Orçamento, pelo Ministério do Trabalho, e pelo Banco Central do Brasil (BACEN), para cujos titulares - respectivamente, Dr. Pedro Sampaio Malan, Dr. Paulo Paiva, Dr. Edward Amadeo e Dr. Gustavo Henrique de Barroso Franco - também a estamos enviando hoje pelo correio.

No ano de 1993 tivemos a oportunidade de acompanhar - desde o nascimento da idéia, passando pela sua elaboração e até sua distribuição -, uma sugestão para nossa economia, também feita pelo Dr. Claudio Abreu. O trabalho em questão, denominado "**A Indexação Diária Negociada**" (com subtítulos "**Uma Proposta para a Economia Brasileira**" e "**Contra o Veneno da Cobra, Só o Próprio Veneno da Cobra**"), foi feito em duas versões: a original de 31/08/93 e a resumida, de 08/09/93. Tal estudo

foi uma contribuição à campanha "Ação da Cidadania contra a Miséria e a Fome", liderada pelo saudoso Betinho, que foi apoiada pelas três Associações de Funcionários do Sistema BNDES.

Com ajuda da AFBNDESPAR, o referido estudo foi distribuído, nos meses de setembro a novembro de 1993, para mais de 200 entidades e pessoas no país, dentro de uma visão supraclassista e suprapartidária - inclusive para o então presidente Itamar Franco, para V. Exa., então ministro da Fazenda e para todos os então integrantes da equipe econômica daquele ministério.

Tal sugestão, conforme tudo indica, acabou servindo de base para a elaboração do Plano Real, embora tal fato nunca tenha sido reconhecido pelo governo atual e pelo anterior. E isto não foi por causa de falta de pedido de esclarecimento sobre a questão, na medida que nosso colega encaminhou diversas correspondências solicitando tal providência, inclusive para o presidente Itamar Franco (no dia 14/12/94) e para V.Exa. (no dia 23/06/95), os quais sequer foram respondidos, a exemplo do feito na carta, de dezembro de 20/12/94, dos presidentes da AFBNDES, AFBNDESPAR e AFFINAME ao então presidente da República Itamar Franco.

O resultado deste esforço, não temos dúvida, acabou sendo o seu aproveitamento parcial na elaboração do nosso mais bem sucedido plano econômico de combate à inflação, apesar dos seus erros relacionados às políticas cambial, monetária e fiscal, que estão na raiz dos nossos atuais problemas.

Acreditamos que se a formulação do Dr. Claudio Abreu tivesse sido aproveitada na sua totalidade, em especial com respeito a um maior período de vigência da URV e a sua introdução no mercado financeiro, teria sido possível acabar com a inflação sem ter de recorrer à sobrevalorização do câmbio e às escorchantes taxas de juros destes últimos quatro anos, o que lamentamos.

Quem sabe, o nosso colega não está, mais uma vez, propondo uma saída para o nosso país? Esperamos que sim, tal como em 1993. E que, caso esta sugestão venha a ser aproveitada pelo governo federal, ele não deixe de declarar a sua origem, como forma de reconhecer e estimular iniciativas desta ordem, que só têm como objetivo contribuir para o desenvolvimento e o crescimento desta Nação, garantindo a prosperidade e o bem estar para toda a sua população.

Agradecendo a vossa atenção, esperamos que o conteúdo desta proposta seja também meritório para V.Exa., e à altura de contar a com vossa decisão no sentido de implementá-la.

Aproveitando a oportunidade para renovar nossos votos de respeito e consideração, subscrevemo-nos,

Atenciosamente,

Antônio Saraiva da Rocha
Presidente da AFBNDES - Associação dos Funcionários do BNDES

Adilson Vianna Costa
Presidente da AFBNDESPAR - Associação de Funcionários da BNDESPAR

Jane Maria Coelho Duarte
Presidente da AFFINAME - Associação de Funcionários da FINAME

A MAXI HETERODOXA

Uma saída, sem dor, para a sinuca de bico do Plano Real

Versão de 29/09/98, revisada em 27/10/98

<u>ÍNDICE</u>	<u>Página</u>
Introdução	4
Condicionantes para uma Maxi no Brasil	5
A Maxi Heterodoxa em Resumo	5
A Maxi Heterodoxa em Detalhes	6
Uma Simulação para a Maxi Heterodoxa	10
Alguns Comentários sobre esta Proposta	12
Ganhos e Perdas com a Maxi Heterodoxa	14
Considerações Finais	20

Claudio Braga de Abreu e Silva

Nascido em 8/11/49 em Cachoeiro de Itapemirim/ES

Engenheiro Civil (UFES - 1972)

Msc em Administração de Empresas (COPPEAD/UFRJ - 1981)

Engenheiro da BNDESPAR (desde 03/75)

Diretor Financeiro da AFBNDESPAR (desde 05/92)

AFBNDESPAR:

Telefones: (21) 277-7830, 262-8645 e 533-3903

e-mail: afbndespar@gbl.com.br

Av. Chile, 100, S/L- Mezanino

Centro - Rio de Janeiro/RJ CEP 20.139-900

RESIDÊNCIA:

Telefones: (021) 256-7575 ou 547-1822

e-mail: bidual@gbl.com.br

Rio de Janeiro, 27/10/98

INTRODUÇÃO

A presente situação brasileira está ficando cada vez mais insustentável, pois o câmbio sobrevalorizado aumenta a nossa dependência de recursos externos e força a manutenção de juros elevadíssimos na nossa economia. No plano externo, o câmbio apreciado gera déficit em conta corrente, pois inviabiliza maiores exportações e menores importações, aumenta os gastos com turismo, e inibe a entrada de recursos para investimento ou para empréstimos e financiamentos de longo prazo, devido ao risco de uma iminente desvalorização cambial. No plano interno, os juros escorchantes, que existem em função do câmbio sobrevalorizado, resultam na redução do crescimento econômico, e no aumento do desemprego, da inadimplência e do déficit governamental - neste caso devido à carga adicional de juros e à redução da arrecadação de impostos em função da diminuição da atividade econômica.

Todos sabem que os atuais déficit fiscal de mais de 7% do PIB e déficit externo em conta corrente de 4% do PIB não poderão se perpetuar. Passadas as eleições, o cenário econômico brasileiro aguarda o próximo pacote ajuste fiscal, mediante corte de despesas e aumento de receita via mais impostos, e o acordo com o FMI. Tudo ainda está sujeito às intempéries dos mercados financeiros nacional e internacional. Afinal, está claro que algo terá que ser feito logo, considerando a grande saída de divisas recente, numa situação onde ao invés de entrarem elas passaram a sair, aumentando o tamanho do buraco externo, ao invés de reduzi-lo.

É certo o governo reeleito terá de enfrentar a questão do câmbio, que terá um desfecho dentro ou fora do seu controle. Isto porque é a única forma de se conseguir reduzir a taxa de juro, o verdadeiro ajuste que se tem de ser feito nas contas públicas, pois é o principal motivo do nosso déficit nominal. O ajuste fiscal poderá até pagar os juros adicionais após setembro por um certo tempo. Mas até quando? Uma maxi-desvalorização cambial forçada por condições adversas do mercado, sem dúvida, é a pior das alternativas. Por outro lado, aumentar juros, com corte de despesas e aumento de impostos para compensar, é apenas um paliativo, que, sem resultado, já vem sendo feito há quatro anos, em maior ou menor grau, e que parece ter se esgotado como tratamento dos nossos problemas. O medo que se tem de fazer uma maxi é ela acabar na volta da inflação que, embora artificialmente, conseguimos trazer para um patamar de primeiro mundo com tanto esforço.

Desta forma, no momento, a questão fundamental para o país é: como se fazer uma engenhosa desvalorização do câmbio sob controle, sem maiores traumas e sem desmontar a atual estrutura de preços relativos, conseguida nestes últimos quatro anos do Real, quando tivemos uma moeda efetiva, ou seja, sendo unidade de conta, além de ser reserva de valor e mecanismo de troca; se bem que com taxa de câmbio sobrevalorizada. Será que existe alguma forma de corrigir este pequeno e fundamental detalhe que é a nossa taxa de câmbio, sem desmontar todo resto?

Acredito que sim. O Brasil foi muito inovador ao acabar com a sua inflação de três décadas, fazendo o uso da URV, que depois se transformou no Real. Agora, acho possível se fazer a necessária maxi-desvalorização do câmbio sem maiores traumas, também fazendo uso da idéia do indexador diário que depois vira moeda. É o que mostro a seguir, amadurecendo a proposta que fiz sobre o assunto em junho de 1995 (*Plano Real: como sair da sua sinuca de bico*), que foi aperfeiçoada em outra em novembro de 1997 (*A Maxi-Sem-Dor*). Na falta de um título melhor, e considerando que esta sugestão nada tem de ortodoxa, vou chamá-la de *A Maxi Heterodoxa*, e aproveito os nomes dos dois anteriores para fazer o seu subtítulo, *Uma saída, sem dor, para a sinuca de bico do Plano Real*. Esta é a sua primeira revisão após a versão final de 29/09/98. Nela foi introduzida uma melhoria conceitual, qual seja, a utilização compulsória do indexador também em operações prefixadas existentes antes da maxi, de forma a assegurar a neutralidade do mecanismo proposto.

Ressalto que, face à gravidade de situação do país, não me foi possível concluir este trabalho com o capricho que ele mereceria, pois decidi divulgá-lo como estava. Não tive tempo de atualizar os seu valores, que continuam refletindo a situação de final de setembro. Assim, esta é uma versão preliminar, sem uma perfeita revisão do seu texto, e ainda com estimativas muito grosseiras com relação aos valores quantitativos, em especial os que tratam dos ganhos e perdas para os Setores Público e Privado. Acredito, contudo, que, mesmo assim, esta sugestão possa ser entendida no seu conteúdo, bastando para tanto, serem dados os devidos descontos.

CONDICIONANTES PARA UMA MAXI NO BRASIL

Parto do princípio que um mecanismo eficaz para se fazer uma desvalorização cambial no nosso país, sem maiores problemas, deveria atender para os seguintes condicionantes:

- o país não poderia perder a função de unidade de conta que atualmente é exercida pelo Real, de forma que a maxi não poderia afetar sensivelmente a atual estrutura dos preços relativos da economia;
- o valor da maxi deveria ser suficiente para equilibrar as nossas contas externas, para estancar a saída de capitais por simples insegurança de ocorrência de nova maxi, para permitir a redução da taxa de juros para um patamar aceitável, e para restabelecer a competitividade do produto nacional frente ao importado num mundo cada vez mais globalizado;
- não poderia haver quebra dos contratos juridicamente perfeitos, nem tampouco congelamento de preços e salários, confisco de aplicações financeiras e controle cambial;
- o resultado da maxi deveria ser o mais neutro possível, ou seja, seus efeitos deveriam ser distribuídos igualmente entre todos os agentes econômicos, de forma a evitar que, em decorrência dela, houvessem penas ou prêmios a determinados setores, empresas ou indivíduos, e, em especial, assegurar a manutenção dos salários (pensões e aposentadorias) em termos reais, os quais nas maxis ortodoxas geralmente são os que mais sofrem perdas, devido à inflação derivada da desvalorização do câmbio;
- deveria resguardar a solidez do sistema financeiro, e, para tanto, o mecanismo deveria conter, de um lado, a cobertura para todas as perdas financeiras de empresas e pessoas que se endividaram em moeda estrangeira após o Real, e, de outro, a eliminação de todos os eventuais ganhos que pudessem ser obtidos por investidores e especuladores;
- deveria ser um projeto autofinanciável, que não implicasse em déficit interno adicional para o governo, de forma a possibilitar o equilíbrio das contas públicas, necessário para o controle da inflação;
- deveria ser feita o mais rápido possível, pois a saída de divisas poderá persistir apesar do ajuste fiscal proposto pelo governo e do acordo com FMI, G-7 e banca internacional, e assim, nossas atuais reservas, em torno de US\$ 45 bilhões, somadas aos US\$ 30 bilhões estimados para o acordo, serão insuficientes para cobrir as nossas necessidades de divisas e manter nossas reservas num patamar de US\$ 40 bilhões, que acredita-se ser um volume mínimo para se fazer a maxi com certa segurança;
- a decisão de fazer a maxi-desvalorização, infelizmente, teria de ser em segredo, senão espantaria de vez o capital externo, aumentando a saída de divisas no curto prazo;
- teria que equacionar a questão cambial no Mercosul, para não afundá-lo numa crise cambial; o ideal seria que todos os países membros fizessem a maxi, o que abriria a possibilidade para se pensar numa moeda única para a região.

A MAXI HETERODOXA EM RESUMO

A *Maxi Heterodoxa* seria feita em quatro passos, a saber, o *Dia da Maxi (o Dia M)*, a *Fase de Acomodação*, o *Dia da Dexindexação(o Dia D)* e a *Fase de Consolidação*, que são apresentados seguir de forma bem resumida, para que seja vista dentro de uma visão geral.

Num determinado *Dia M (Dia da Maxi)* - de preferência num fim de semana ou feriado -, o Real passaria a ser substituído, sempre na paridade de 1:1, por duas moedas, uma escritural (o **Real Escritural - Re\$**) e outra uma corrente (o **Real Moeda - Rm\$**) e por um novo indexador diário (a **Unidade de Valor Real - UVR**). O **R\$** seria renomeado para o **Re\$**, perderia o seu poder liberatório e passaria a ser uma moeda escritural, pois seria utilizado apenas nas operações contratadas durante a vigência do **R\$** indexadas ao câmbio ou liquidadas em moeda estrangeira; o **Re\$** (ex-**R\$**) manteria a sua cotação perante ao US\$ no Dia M-1. A nova moeda corrente **Rm\$**, que teria como meio circulante o mesmo do antigo **R\$**, seria criada já com seu valor refletindo a maxi em relação com o US\$; ela passaria a ser utilizada em todas as operações da economia, exceto as acima citadas expressas em **Re\$**. Na operações liquidadas em moeda estrangeira junto ao exterior, caberia ao Tesouro Nacional, via Banco Central, arcar com o (ou se apropriar do) diferencial das cotações do US\$ em **Rm\$** e em **Re\$**. A Unidade de Valor Real (**UVR**) passaria a ser a nova unidade de conta da economia, pois os salários, os contratos com reajuste anual, as obrigações e direitos expressos em valores prefixados e sem índice de atualização no Dia M, os orçamentos governamentais e os impostos seriam obrigatoriamente nela expressos, enquanto que nos preços, nos demais contratos e no mercado financeiro passaria a ser adotada opcionalmente, mediante indução e incentivos fiscais.

Na *Fase de Acomodação*, prevista para 6 meses, a inflação gerada pela maxi seria redistribuída por toda a economia, e se refletiria igualmente nas variações das cotações em **UVR** em **Rm\$**, do US\$ em **Rm\$** e do US\$ em **Re\$**. Nesta fase seria desconsiderado o efeito da inflação mundial nas cotações do US\$. A **UVR** passaria a ser o principal indexador do mercado financeiro, que passaria a operar com taxas mínima (a **TBJR**) e máxima (a **TJRA**)

de juros reais, para as operações pós-fixadas no novo indexador, as quais teriam grande redução em seu valor real. Seriam feitas a reformas estruturais para o equilíbrio fiscal, em especial a tributária.

A seguir viria o **Dia D (Dia da Dexindexação)** - também preferencialmente em fim de semana ou feriado -, quando seria feita a desindexação da economia, com extinção do **Rm\$** e sua substituição pela nova moeda forte da economia, também denominada de Real (**r\$**), que seria criada na paridade de 1:1 com a **UVR** (tal como o **R\$** e a **URV**); todo o meio circulante seria trocado, para diferenciar o antigo **R\$** do novo **r\$**. A **UVR** não seria extinta, mas passaria a ser cotada em **r\$**, e só poderia ser utilizada no mercado financeiro, que continuaria a operar regido pelas taxas de juro real pós-fixadas mínima e máxima atreladas ao indexador. Haveria também a transformação do **Re\$** no novo Real Escritural (**re\$**), que continuaria a ser utilizado na liquidação de operações anteriormente expressas no **Re\$**. Os salários voltariam a ter, por livre negociação, reajustes anuais, juntamente com as pensões, as aposentadorias e os atuais contratos que atualmente têm reajuste anual.

A partir daí o país entraria na **Fase de Consolidação**, voltando a conviver com inflação baixa e pequeno nível de dexindexação, tal como atualmente. Contudo, o Brasil estaria operando dentro de um novo patamar cambial, mais adequado e justo, que lhe permitiria voltar ao crescimento e equilibrar suas contas internas e externas. E, assim, se fecharia o ciclo, preservando-se a nossa atual moeda forte e a sua função de unidade de conta e referencial de valor na economia. A cotações do **US\$** em **r\$** e em **re\$** passariam a ser determinadas abatendo-se a inflação mundial da inflação nacional, para não alterar o valor real do câmbio. A **UVR** continuaria a existir, mas seu uso seria restrito ao mercado financeiro, onde a **TBJR** e a **TJRA** balizariam os patamares mínimos e máximos das taxas de juros pósfixadas do mercado interbancário, o que possibilitaria a redução dos encargos e o alongamento da dívida pública.

A MAXI HETERODOXA EM DETALHES

Apresentam-se a seguir os quatro passos da Maxi Heterodoxa, em maior nível de detalhe. O leitor mais apressado poderá pular este item e continuar a ler o restante do texto para ter uma visão mais geral, contudo, acredito que a leitura deste item é fundamental para um melhor entendimento desta proposta.

Dia da Maxi (o Dia M):

Num determinado dia, de preferência em fim de semana ou feriado, seriam tomadas as seguintes medidas:

- Seria criada uma nova moeda nacional, denominada de **Real Moeda (Rm\$)**, de valor igual a **R\$ 1,00**, dentro das seguintes condições:
 - o meio circulante atual em **R\$** (cédulas e moedas) seria utilizado para a nova moeda;
 - as cotações das moedas estrangeiras em **Rm\$** - que iriam reger todos contratos e operações com indexação ou expressão cambial feitos a partir do Dia M (inclusive) - já refletiriam a maxi-desvalorização feita apenas na nova moeda; assim, se a maxi fosse de 30%, o valor do **US\$** seria **Rm\$ 1,53**, ou seja, $1,18 * 1,30$.
- O Real (**R\$**) não seria extinto, mas passaria a ser denominado de **Real Escritural (Re\$)** e a obedecer às seguintes condições:
 - ◆ um **Re\$** sempre valeria um **Rm\$**, ou seja, teriam a paridade de 1:1;
 - ◆ o **Re\$** perderia o seu poder liberatório, sendo utilizado apenas na liquidação de seguintes operações contratadas a partir da criação do Real (01/07/98) até a véspera do Dia M, a saber:
 - * operações em moeda nacional indexadas a moedas estrangeiras, tais como títulos federais indexados ao dólar e as operações nos mercados de derivativos, tais como de opções e futuro de câmbio, de juros relacionados ao câmbio e de mercadorias nas bolsas de mercadorias e futuros;
 - * operações liquidadas em moedas estrangeiras, tais como adiantamentos de contratos de câmbio, empréstimos, financiamentos e títulos captados junto ao mercado internacional; tais contratos passariam a ser liquidados em **Re\$** junto ao Banco Central do Brasil;
 - ◆ no Dia M, as cotações das moedas estrangeiras em **Re\$** permaneceriam inalteradas em relação ao dia anterior, com o **US\$** valendo **Re\$1,18**, por exemplo;
- Como regra geral, todos os valores da economia seriam convertidos de **R\$** para o **Rm\$**, observada a igualdade **R\$ 1,00 = Rm\$ 1,00**, com exceção daqueles que continuariam a ser expressos em **Re\$** (ex-**R\$**), conforme acima definido;
- A diferenciação de cotações das moedas estrangeiras em **Rm\$** e **Re\$** - uma das grandes inovações da Maxi Heterodoxa -, permitiria que todos valores expressos no **Re\$** não sofressem perda de poder aquisitivo real no país, não sendo, portanto, afetados pela maxi-desvalorização feita apenas no **Rm\$**; isto porque:

- ◆ a liquidação das operações em moeda nacional com indexação cambial seria feita no país com a cotação da moeda estrangeira expressa em **Re\$**, que iria refletir integralmente a inflação verificada após o Dia M, mantendo, portanto, seu mesmo valor em termos reais;
- ◆ nas operações liquidadas em moedas estrangeiras, os agentes econômicos depositariam no (receberiam do) Banco Central os seus valores expressos na sua cotação em **Re\$**, cabendo ao Tesouro Nacional, através do Banco Central, bancar, no caso de passivos (ou apropriar, no caso de ativos), o diferencial entre as cotações em **Rm\$** e **Re\$**, dado que o BACEN as liquidaria no exterior com sua cotação em **Rm\$**;
- Seria criado um novo indexador diário, denominado de **Unidade de Valor Real (UVR)**, de forma semelhante à URV do Plano Real, cujo valor inicial seria igual a **R\$ 1,00** e a **Rm\$ 1,00**;
- No Dia M, os salários, pensões e aposentadorias, e também todos os preços, tarifas, serviços e contratos que atualmente possuem reajuste anual (por exemplo: aluguéis, planos de saúde, seguros etc.) e todas as obrigações e direitos financeiros expressos em valores prefixados (sem índice de atualização) no Dia M seriam convertidos para a **UVR**, na paridade de **R\$ 1,00 = UVR 1,00 = Rm\$ 1,00**, passando a ser convertidos para o **Rm\$** na data do seu efetivo vencimento;
- Todos os preços e valores dos contratos da economia poderiam passar a ser expressos em **UVR**, e não estariam sujeitos qualquer espécie de congelamento, podendo ser livremente reajustados;
- Os orçamentos governamentais seriam convertidos de **R\$** para **UVR**, com os impostos passando a ser expressos em **UVR**, mediante a emissão das notas fiscais expressas em **UVR**, para assegurar a receita fiscal em termos reais, apesar da inflação que a maxi iria causar;
- No sistema financeiro seriam mantidas inalteradas todas as operações ativas e passivas do sistema, exceto aquelas prefixadas, que seriam convertidas para a **UVR**. Contudo, devido à fundamental importância de se ter uma nova unidade de conta para toda a economia, seriam dados os seguintes estímulos para a adoção voluntária do **UVR** em todo o mercado financeiro:
 - ◆ para as operações financeiras indexadas à **UVR** seriam criadas a Taxa Básica de Juro Real (**TBJR**), equivalente à atual TBC (Taxa do Banco Central) e a Taxa de Juro Real de Assistência (**TJRA**), equivalente à TBAN (Taxa de Assistência Financeira do Banco Central), que passariam a reger o mercado interbancário nos níveis de juros de piso e de máximo incidentes sobre os novos títulos pósfixados no indexador diário;
 - ◆ criação de cheques e cartões de crédito expressos em **UVR**, e fundo de aplicações financeiras diárias (Fundão) indexado em **UVR**;
 - ◆ eliminação do IOF/IOC em todas as operações financeiras indexadas à **UVR**;
 - ◆ oferta de troca de todos os atuais títulos públicos (pré e pósfixados, indexados a índice nacional de inflação ou atrelados à variação cambial), por novos títulos pósfixados indexados à **UVR**, que resultassem em ganhos reais semelhantes aos que seriam obtidos sem a realização da maxi;
 - ◆ criação de novas cadernetas de poupança indexadas à **UVR**, com juros mensais elevados para 0,6%;
 - ◆ criação de novos fundos de renda fixa e variável indexados à **UVR**, para substituir os atuais produtos do mercado financeiro, com o atrativo de menor taxa de impostos;

Fase de Acomodação:

A Fase de Acomodação duraria uns seis meses - prorrogáveis por mais seis, se necessário -, para que pudesse ser feita uma boa adequação dos preços relativos à maxi, distribuindo os efeitos da inflação dela resultante da melhor forma possível na economia. Nesta fase haveria a volta da inflação inercial, mas a economia não perderia a sua unidade de conta, pois passaria a contar com a **UVR**, em substituição ao Real. Seriam adotadas as seguintes medidas:

- Para ser a nova unidade de conta da economia, a **UVR** teria que ser um indexador diário confiável e inquestionável, pois o **Rm\$**, devido à inflação resultante da maxi, passaria a ter apenas as funções de ser meio de troca e reserva de valor;
- O novo indexador, a **UVR**, seria uma reedição da bem sucedida URV do Plano Real; a sua cotação em **Rm\$**, tal como a da URV, seria calculada diariamente, refletindo a variação da inflação média diária dos três principais índices de inflação do país, com a sua variação mensal obrigatoriamente se dando entre os índices ICV da FIPE, IGPM da FGV e INPC do IBGE; seu valor diário passaria a ser determinado através da seguinte fórmula:

$$\text{UVR} = \text{Rm\$} (1+Ia)$$
 onde *Ia* é a inflação acumulada desde o Dia M até o dia do cálculo;
- Os salários, as pensões, as aposentadorias, as tarifas públicas e os preços de contratos que atualmente estão sujeitos a reajuste anual, teriam seus critérios de reajustes mantidos, apenas com a alteração na atual legislação para a sua expressão em **UVR**, com seus valores convertidos para o **Rm\$** na data do vencimento;

- Todos os demais preços da economia que ainda estivessem expressos em **Rm\$**, poderiam passar a ser expressos em **UVR**, e, também, os valores dos contratos, caso houvesse interesse das partes;
- A variação da inflação refletida na variação diária do **UVR** em **Rm\$**, passaria a ser base da nova política cambial, da seguinte forma:
 - ◆ primeiro se determinariam as cotações diárias do dólar em **Rm\$** e em **Re\$**, incidindo a variação da URV sobre as suas cotações no Dia M; assim o Banco Central definiria as cotações diárias do US\$ em **Rm\$** e em **Re\$**, através das seguintes fórmulas:
 - * $US\$ = Rm\$ 1,53 \cdot (1+Ia)$, onde 1,53 é a cotação do US\$ em **Rm\$** no Dia M; e
 - * $US\$ = Re\$ 1,18 \cdot (1+Ia)$, onde 1,18 é a cotação do US\$ em **Re\$** no Dia M;
 onde *Ia* é a inflação acumulada desde o Dia M até o dia do cálculo, sendo desconsiderada a inflação na economia norte americana;
 - ◆ depois, seriam determinadas as cotações das demais moedas estrangeiras, observando-se as suas cotações na moeda norte-americana no mercado internacional;
 - ◆ a exemplo do Plano Real, as cotações diárias para o US\$ em **Rm\$** e em **Re\$** fixariam os máximos que poderiam ser atingidas no mercado nacional, com o Banco Central se obrigando a vender divisas acima destas cotações;
- Haveria uma grande redução das taxas de juros, da seguinte forma:
 - ◆ logo após o Dia M, as atuais TBC e a TBAN seriam reduzidas bruscamente, respectivamente dos presentes níveis de 19% e 49,75% anuais, para, respectivamente, uns 12% e 20% anuais, fazendo com que a atual taxa Selic passasse dos atuais 40% a.a. para uns 15% a.a.; igualmente o Cupom Cambial cairia do seu atual patamar elevado para uns 8%; isto seria possível porque estaria afastada a possibilidade de uma nova maxi;
 - ◆ posteriormente, com a introdução do **UVR** no mercado financeiro, as taxas reais de juros poderiam cair para patamares bem inferiores, de, digamos, 7% para a **TBJR** e uns 12% para a **TJRA**, com a taxa Selic se situando em 8% a.a. e o Cupom Cambial para uns 4% a.a.; isto por que:
 - * a **UVR**, sendo confiável, e passando a ser o principal indexador do mercado financeiro, faria com que **TBJR** (Taxa Básica de Juro Real) e a **TJAR** passassem a ser as novas taxas de juros reais;
 - * a **TBJR** e a **TJRA** teriam tendência de queda, pois estariam livres da correção monetária que ainda está embutida nas nossas atuais taxas de juros nominais, e não teriam nela embutido o risco de uma nova maxi, o que tornaria possível atingir os patamares citados.
- Seria assegurada pelo governo uma rentabilidade mínima em moeda estrangeira, de digamos 6% a.a., para todos os recursos aportados por investidores estrangeiros no país, em fundos de renda fixa e de ações, após a criação do Real e ainda não resgatados; no caso de fundos de ações, considerando que as bolsas brasileiras tiveram um grande desempenho desde a criação do Real, e que com a Maxi Heterodoxa tenderiam a subir bastante, tal rentabilidade mínima deveria ser assegurada para resgates após 6 meses contados do Dia M; já as aplicações de renda fixa, atualmente de pequeno valor, estariam protegidas pelo seu cálculo feito com a cotação das moedas estrangeiras em **Re\$**, e certamente, devem ter tido rendimento real superior a 6% a.a.; desta forma, acredita-se que a indenização por parte do governo não seria de montante significativo;
- Nesta fase seria de fundamental importância a realização das reformas estruturais que assegurassem a redução do déficit público para o equilíbrio fiscal ou seu financiamento em prazos e juros adequados, cujas sugestões para tanto se encontram a seguir:
 - dentre tais reformas deveria ser dada prioridade absoluta para a tributária, que contivesse a redução e simplificação dos impostos com rebaixamentos de suas alíquotas, de forma a se ampliar a base de arrecadação, fazendo com que maior número de contribuintes pagassem individualmente menos, mas com aumento da arrecadação global, tudo isto associado ao combate efetivo à sonegação e sua punição;
 - dentro da reforma tributária deveria ser introduzida a AIMF (Antecipação de Impostos nas Movimentações Financeiras), em substituição à atual CPMF, com alíquota maior (digamos de 2%), a ser recolhida a título de adiantamento de impostos (federais, estaduais e municipais);
 - a AIMF possibilitaria o combate firme à sonegação fiscal, se fosse associada a um relaxamento adequado do sigilo bancário e à fixação de penalidades mais rígidas para os sonegadores; ressalte-se, ainda, que os valores arrecadados pela AIMF que não fossem utilizados no pagamento de impostos, passariam a ser receitas efetivas dos governos, e indicações de sonegação fiscal;
 - alongamento do prazo de financiamento da dívida pública, através de títulos indexados ao **UVR**;

Dia da Desindexação (o Dia D):

O Dia D - também de preferência num final de semana ou feriado - viria após terminada a acomodação dos preços relativos na economia em função da maxi, indicada pela verificação de um patamar constante para a inflação inercial em **Rm\$**. Neste dia se procederia a volta ao atual nível de indexação da economia, o que permitiria abaixar a inflação para o baixo patamar atual, com a adoção das seguintes medidas:

- Haveria a extinção da moeda fraca, o **Rm\$**, criada apenas para a Fase de Acomodação, e a criação da nova moeda forte nacional, também denominada de Real, mas que se diferenciaria do atual **R\$**, através do símbolo **r\$** e da troca de todo o meio circulante, com novas moedas e cédulas;
- O novo Real, o **r\$**, seria criado obedecendo a paridade $r\$ = UVR$, dentro das seguintes condições:
 - ◆ seriam convertidos para o **r\$** no Dia D todos os valores do Dia D-1 expressos em **UVR** e **Rm\$**, de forma semelhante à criação do antigo Real, que obedeceu a paridade $R\$ = URV$;
 - ◆ assim, todos os valores expressos em **Rm\$** no dia D-1, seriam convertidos para o **r\$** pela divisão dos seus valores pelo valor da **UVR** no Dia D -1, que seria igual a $UVR = (1+Ia) * Rm\$$, onde *Ia* é a inflação média acumulada na Fase de Acomodação;
 - ◆ desta forma, na prática a **UVR** se transformaria na nova moeda forte do país, o **r\$**;
- Mudança da expressão da **UVR** para o **r\$**, na paridade de 1:1, e restrição do seu uso exclusivamente no mercado financeiro, que continuaria a ter como as suas taxas de juros reais a **TBJR** e a **TJRA**, incidentes nas operações pós-fixadas no indexador principal do referido mercado;
- A moeda escritural, o **Re\$**, continuaria a existir sem poder liberatório, mas seria renomeado para **re\$** e passaria a ser expresso em **r\$**, mantendo sempre a paridade de 1:1 com a nova moeda corrente; o **re\$** continuaria a ser utilizado exclusivamente como unidade de conta nas operações com indexação ou liquidação cambial feitas durante a vigência do **R\$**, com o Tesouro Nacional, através do Banco Central, bancando ou apropriando o diferencial de cotações cambiais em **r\$** e **re\$**;
- As cotações do US\$ em **r\$** e em **re\$** seriam de $US\$ 1,00 = r\$ 1,53$ e $US\$ 1,00 = re\$ 1,18$, ou seja, em valores, respectivamente, iguais aos das suas cotações no Dia M em **Rm\$** e em **Re\$**; as cotações das demais moedas estrangeiras em **r\$** e em **re\$**, seriam feitas a partir das suas paridades com o dólar no mercado internacional;

Fase de Consolidação:

Na Fase de Consolidação, o país voltaria ao seu cotidiano normal, ou seja, semelhante à atual situação de baixa inflação e baixo nível de indexação. Contudo, O Brasil estaria operando dentro de um novo patamar cambial, mais adequado e justo, que lhe permitiria voltar ao crescimento e equilibrar suas contas internas e externas. Assim, após o período de transição, se fecharia o ciclo, e o país voltaria a ter a sua mesma moeda atual, embora que com um novo símbolo e novas cédulas e moedas. Nesta fase seriam adotadas as seguintes medidas:

- Retorno ao atual nível de indexação da economia, com os contratos, pensões e aposentadorias com reajuste apenas anual e com os salários reajustados anualmente por livre negociação;
- O indexador diário **UVR**, que só poderia ser utilizado no mercado financeiro, a partir do Dia D teria seu valor diário dado por:

$$UVR = r\$ * (1 + Ic), \text{ onde,}$$

Ic seria a inflação acumulada na fase de Consolidação, desde o Dia D até o dia de cálculo;

- Até quando fosse necessário, o Real Escritural continuaria a existir - agora denominado de **re\$**, na paridade de 1:1 com o **r\$** e sem poder liberatório -, sendo somente utilizado nas operações indexadas ao câmbio ou liquidadas em moedas estrangeiras feitas após 01/07/94 e até o dia anterior ao Dia M;
- Seria mantida a política cambial com pequena alteração, com continuação da apuração das cotações do US\$ em **r\$** e **re\$** considerando a inflação média dos índices que definiriam a variação do **UVR**, deduzindo-se contudo a inflação anual dos EUA, com o cálculo das cotações das demais moedas estrangeiras, feito partir das suas paridades com o US\$ no mercado internacional; as cotações diárias do US\$ seriam determinadas por:

$$US\$ = r\$ 1,53 * (1 + Ic) / (1 + Iu)$$

$$US\$ = re\$ 1,18 * (1 + Ic) / (1 + Iu), \text{ onde:}$$

- * *Ic* é a taxa de inflação verificada nas Fases de Consolidação, do Dia D até o dia de cálculo;
- * *Iu* é taxa anual de inflação acumulada dos EUA, do Dia D até o dia de cálculo;
- * 1,53 é a cotação do US\$ em **r\$** no Dia D; e
- * 1,18 é a cotação do US\$ em **re\$** no Dia D;

- A perpetuação da **UVR**, da **TBJR** e da **TJRA**, como principal indexador no mercado financeiro e as suas principais taxas de juros, seria de fundamental importância para a redução dos juros reais porque não haveria mais risco de nova desvalorização cambial, e porque a variação da **UVR** mediria fielmente a inflação registrada, tal como a variação das cotações do US\$ em **r\$** e **re\$** (neste caso com desconto da inflação dos EUA); e além disto possibilitaria alongamento do perfil da dívida pública, com o lançamento de títulos de maior prazo.

UMA SIMULAÇÃO PARA A MAXI HETERODOXA

Objetivando um melhor entendimento da Maxi Heterodoxa, o **Quadro 1**, mostrado na página seguinte, apresenta, de forma esquemática, as principais formulações da Maxi Heterodoxa, inclusive fazendo uma simulação para a evolução das diversas moedas e indexadores, considerando-se uma maxi de 30% no Dia M e a cotação do US\$ no dia anterior igual a **R\$ 1,18**, e uma inflação de 50% na Fase de Acomodação e de 5% no primeiro ano da Fase de Consolidação e uma inflação nos EUA de 1% naquele ano.

Assim no Dia M o US\$ valeria Re\$ 1,18 e Rm\$ 1,53, enquanto teríamos UVR= Rm\$ 1,00, e a tríplice igualdade R\$ 1,00= Rm\$ 1,00 = Re\$ 1,00, que se manteria na Fase de Acomodação. Supondo 50% de inflação nesta fase, ao seu final, antes do Dia D, a UVR passaria a valer Rm\$ 1,50, enquanto que o US\$ passaria a ser cotado em Re\$ 1,77 e em Rm\$ 2,30, ou seja, refletindo a mesma inflação e variação da UVR de 50%.

No Dia D, o r\$ seria criado em paridade com a UVR, que por sua vez valeria Rm\$ 1,50, ou seja, a conversão dos valores obedeceria a $r\$ 1,00 = Rm\$ 1,50$, enquanto que o US\$ seria cotado a re\$ 1,18 e a rm\$ 1,53, retornando os mesmos valores Rm\$ e Re\$ no Dia M.

Antes da maxi, um trabalhador que ganhasse R\$ 1.000,00 passaria a ganhar UVR 1.000,00 na fase de Acomodação, e no Dia D passaria a ganhar r\$1.000,00; e um devedor ou credor de R\$ 1.000,00 prefixados, passaria a dever ou receber UVR 1.000,00 na fase de Acomodação, e no Dia D a dever ou receber r\$ 1.000,00.

Antes da maxi, um credor ou devedor de moeda nacional indexada ao câmbio, ou de moeda nacional liquidada em moeda estrangeira, no valor de R\$ 1.180,00 - ou seja, equivalente US\$ 1.000,00 -, passaria a ser credor ou devedor, na prática de UVR 1.180,00 no Dia M e em toda Fase de Acomodação, ou seja, também equivalente a US\$ 1000,00, pois as cotações da UVR e do US\$ iriam ter a mesma variação ditada pela inflação; no Dia D e na Fase de Consolidação ele passaria a ser credor ou devedor de r\$ 1.180,00, ou seja, dos mesmos US\$ 1.000,00 iniciais.

Contudo, se alguém tinha R\$ 1.180,00 no Dia M, e quisesse comprar moeda estrangeira, iria dispor de apenas US\$ 771,24, ($=1180,00/1,53$), e não dos US\$ 1.000,00 que teria antes do Dia M. Ou seja, ele teria seu poder de compra em moeda estrangeira diminuído pela maxi de 30%. Contudo, se assumisse obrigação em moeda estrangeira, e poderia ter a certeza que não iria sofrer nova perda em função de nova maxi tão cedo, ao contrário de alguém que o fizesse atualmente.

Quadro 1: SIMULAÇÃO PARA A MAXI HETERODOXA
Evolução das Moedas Correntes e Escriturais, Indexadores, e Cotações do US
Valor do Rm\$ em R\$ no Dia M : Rm\$=R\$1,00 Valor da Maxi no Dia M: m = 30%
Valor do US\$ no Dia M-1: US(M-1) = R\$1,18

Especificação	Dia M-1	Dia M	Fase de Acomodação	Dia D	Fase de Consolidação
Inflação Nacional Estimada	---	$I_m = 0\%$	$I_a = 50\%$	$I_d = 0\%$	$I_c = 5\%$
Inflação dos EUA Estimada	---	-----	-----	$I_u = 0\%$	$I_u = 1\%$
Moeda Corrente:					
Símbolo	R\$	Rm\$	Rm\$	r\$	r\$
Nome	Real	Real Moeda	Real Moeda	Real(novo)	Real(novo)
Meio Circulante	R\$	R\$	R\$	r\$	r\$
Moeda Escritural:					
Símbolo	---	Re\$	Re\$	re\$	re\$
Nome	---	Real Escritural	Real Escritural	Real Escritural	Real Escritural
Valor na Moeda Corrente	---	Rm\$1,00	Rm\$1,00	r\$1,00	R\$1,00
Indexador Diário:					
Fórmula em Moeda Corrente	---	Rm\$	$Rm\$(1+I_a)$	R\$	$Rm\$(1+I_c)$
Valor na Moeda Corrente	---	Rm\$1,00	Rm\$1,50	R\$1,00	R\$1,05
Uso do Indexador Diário em:					
Salários(pensões/aposentadorias)	---	Compulsório	Compulsório	Proibido	Proibido
Contratos Anuais	---	Compulsório	Compulsório	Reajuste anual	Reajuste anual
Orçamentos Governamentais	---	Compulsório	Compulsório	Proibido	Proibido
Preços		Opcional	Opcional	Proibido	Proibido
Mercado Financeiro, no Dia M					
Operações pósfixadas	---	Opcional	Opcional	Opcional	Opcional
Operações prefixadas	---	Compulsório	Compulsório	Compulsório	Compulsório
Cotações do US\$:					
Em Moeda Corrente (1) :					
Símbolo	US(M-1)	USm(M)	-----	USm(D)	-----
Fórmula	----	$US(M-1)*(1+m)$	$USm(M)*(1+I_a)$	USm(M)	$USm(D)*(1+I_c)/(1+I_u)$
Em valor	R\$ 1,18	Rm\$ 1,53	Rm\$ 2,30	r\$ 1,53	r\$ 1,59
Em Moeda Escritural (2):					
Símbolo	---	USe(M)	-----	USe(D)	-----
Fórmula	---	US(M-1)	$USe(M)*(1+I_a)$	USe(M)	$USe(D)*(1+I_c)/(1+I_u)$
Em valor	---	Re\$ 1,18	Re\$ 1,77	re\$ 1,18	re\$1,23
Variações em %:					
UVR na Moeda Corrente	---	0%	50%	0%	5%
US\$ na Moeda Corrente	---	0%	50%	0%	4%
US\$ na Moeda Escritural	---	0%	50%	0%	4%

Cotações do US\$: (1) Em Moeda Corrente : operações feitas antes de 30/06/94 e depois do Dia M

(2) Em Moeda Escritural: operações feitas na Vigência do R\$ - de 01/07/94 ao Dia M-1

ALGUNS COMENTÁRIOS SOBRE ESTA PROPOSTA

Acredito que esta proposta, caso seja feita rapidamente e em segredo, atenda a todos condicionantes para uma boa maxi-desvalorização no país, formulados no início deste trabalho, exceto quanto a uma solução para a questão relacionada ao Mercosul, que deveria ser negociada. A seguir são feitos alguns comentários.

Inflação e referencial de valor econômico

Caso houvesse apenas o repasse aos preços dos efeitos da maxi, teoricamente o aumento da inflação seria pequeno. Isto porque a economia brasileira é ainda muito fechada em relação ao exterior - as exportações e importações somam apenas uns 15% do PIB. Ora, uma maxi de 30% num país do primeiro mundo, de igual nível de abertura ao exterior, teoricamente, deveria ocasionar uma inflação de apenas 4,5% (ou seja, $15\% * 30\%$), pois ele teria uma moeda forte atuando como referencial do valor econômico.

Vejamos, por exemplo, o caso do Japão, onde recentemente o yen sofreu grande desvalorização frente ao dólar, e não houve, praticamente, inflação em função disto. Isto porque o japonês pensa em yen, assim como o americano em dólar e o alemão em marco. Notar que, após quatro anos, o brasileiro começa a pensar em Real. Assim, não podemos desperdiçar o fato de que nossa moeda começou a ser um referencial de valor econômico. Se o brasileiro, ao invés de pensar em Real, passasse a pensar na Unidade de Valor Real (lembrando aqui que a **UVR** valeria **R\$ 1,00** no Dia M), a questão da necessidade de um referencial de valor na nossa economia estaria equacionada.

A inflação brasileira em **Rm\$** certamente iria crescer em função da maxi-desvalorização. Haveria aumentos justos, decorrentes de elevação de custo ou receita devido à maxi, mas, também, aumentos puramente especulativos ou frutos da insegurança ou da desinformação. A criação da **UVR**, contudo, reduziria substancialmente estes aumentos sem justificativa cambial. Ressalte-se que todos os aumentos de preços seriam captados pelos índices de inflação, e, assim, refletidos no valor da **UVR**. Desta forma, certamente teríamos a volta da inflação inercial na Fase de Acomodação.

Acredito que, no primeiro mês após o Dia M, a inflação em **Rm\$** poderia atingir um valor próximo de 5%, considerando que o uso da **UVR** como referencial de valor real reduziria a efetivação de aumentos sem justificativa cambial. Caberia ao governo fazer uma estimativa apurada da inflação para uma boa determinação do valor da **UVR** neste primeiro mês, de forma a conferir credibilidade ao novo indexador. Nos meses seguintes, ocorreriam novos aumentos adicionais, entre 1 e 2 %, da inflação em **Rm\$** do mês anterior, relembrando que a **UVR** reintroduziria a inflação inercial no país. Contudo, depois de uns 4 a 6 meses, a inflação em **Rm\$** tenderia a se estabilizar, dentro de um patamar mensal próximo de uns 10%.

No mês que em que se desse a estabilização da inflação inercial, seria o momento de se fazer o Dia D, e de entrar na Fase de Consolidação, retornando à atual situação de baixa inflação e pouca indexação, mas operando dentro de patamar cambial mais adequado. Notar que, em todo o processo, a economia não teria afetada a sua atual estrutura de preços relativos, pois o Real seria substituído, na sua função de unidade de conta, pela **UVR**, que, no Dia D, voltaria a ser uma nova moeda forte, também denominada de Real, mas com novo símbolo e meio circulante para diferenciá-la da atual.

Os salários, pensões e aposentadorias manteriam o seu valor real

Diferentemente da situação que seria provocada por uma maxi ortodoxa - onde geralmente o ajuste da economia se dá via quebra de bancos e empresas, recessão, aumento do desemprego e perdas reais em moeda nacional para os trabalhadores, pensionistas e aposentados -, na Maxi Heterodoxa haveria a manutenção dos valores reais dos salários, das pensões e das aposentadorias, pois eles seriam expressos em **UVR** a partir do Dia M, e, depois, transformados em **r\$**, mantendo assim o seu valor real em todo o ciclo.

A justificativa dos 30% adotados para a Maxi

Vejamos agora como foi determinado o valor da maxi como sendo de 30%. Se fosse calculada a URV no período de vigência do Real, de julho de 1994 até setembro de 1998, como sendo a média dos três índices que a compunham, a sua variação teria sido de aproximadamente 69%. A variação do dólar neste período foi de apenas 18%, dado que ele está cotado a **R\$ 1,18**, e tinha paridade de 1:1 com a URV em 30/06/94. Assim, a defasagem atual do dólar em relação à URV calculada é de 43% ($43\% = (1,69/1,18) - 1$). Com o valor adotado para a maxi, de 30%, ainda existe numa defasagem de 10%, do dólar em relação à URV calculada.

Contudo, é preciso se considerar três aspectos. O primeiro, referente ao fato de que, antes do Real, a inflação elevada desvalorizava a nossa moeda em relação ao dólar. E segundo, que a partir do Real o aumento da produtividade brasileira deve ter sido superior à do mundo. Tal aumento da produtividade se deveu à própria queda da inflação, que atrapalhava bastante a economia, e, também, em função da necessidade de uma melhor competitividade para enfrentar os produtos importados. O terceiro aspecto é a ocorrência de inflação externa.

Desta forma, acredito que uma valorização do câmbio de 10% em relação ao valor calculado para a URV no Dia M estaria respaldada pela queda da inflação e pelo aumento de produtividade verificados durante a vigência do Real e pela inflação externa.

Caberia, contudo, ao governo definir o valor mais adequado para a maxi, levando em conta que o novo patamar cambial iria perdurar por muitos anos.

Um possível aperfeiçoamento do cálculo das indenizações do governo em decorrência da maxi

O que justifica a indenização que o governo federal daria para todos os que se endividaram em moeda estrangeira durante a vigência do Real, é o fato deles terem sido por ele induzidos a fazê-lo. Para que esta indenização fosse a mais justa possível, considerando que a taxa de câmbio oscilou muito em termos reais no período, o mais recomendável seria determinar as cotações diárias do chamado dólar justo, em todo o período de vigência do Real.

O dólar justo seria determinado pelo valor diário calculado para a URV deduzido do rateio diário pro-rata da defasagem do dólar em relação à URV no Dia M, que no nosso exemplo, foi de 10%. Desta forma, o governo liquidaria os contratos em moeda estrangeiras com base num coeficiente, determinado, a cada dia, pela diferença entre as cotações do dólar e do dólar justo dividida pela cotação diária do dólar. Tal coeficiente seria aplicado para cada contrato, considerando a sua data de celebração. Isto poderia ser contra ou a favor do governo, não importa. O que se estaria fazendo era um aperfeiçoamento do cálculo da indenização, tornando-a a mais justa possível. Fica registrada a sugestão, que carece de melhor análise.

Manutenção do câmbio real após a Maxi

O mecanismo proposto para reajustamento dos preços, dos salários, dos juros e do câmbio iria manter, em termos reais, a desvalorização cambial efetuada no Dia M em toda a Fase de Acomodação, na medida em que as cotações das moedas estrangeiras em **Rm\$** e em **Re\$** seriam definidas a partir da inflação ocorrida depois do Dia M, determinada pela média dos nossos três principais índices de inflação, e que também seria utilizada na determinação da cotação diária do **UVR**, que por sua vez atualizaria os valores dos salários, pensões e aposentadorias. Assim, seria assegurado o novo patamar do câmbio real, diferentemente das maxi-desvalorizações ortodoxas, onde a maxi ocasiona grande inflação, que gera uma nova maxi, e por aí vai ...

Balanco de Pagamentos

Com o advento da maxi, nossas contas externas teriam um grande melhoria.

Primeiro, porque o nosso atual déficit comercial, estimado em US\$ 6 bilhões, tenderia a se transformar num superávit de uns US\$ 6 bilhões, enquanto que os gastos com turismo, atualmente de US\$ 5 bilhões anuais, cairiam em pelo menos US\$ 1 bilhão. Isto totalizaria nada menos que US\$ 13 bilhões anuais, o que reduziria o nosso déficit em conta corrente para uns US\$ 20 bilhões.

Segundo, porque, com a maxi, o capital externo passaria a entrar novamente no país, ao invés de sair, pois os investimentos diretos ficariam mais baratos para os investidores externos, o produto nacional seria mais competitivo no mundo globalizado e, também porque haveria uma maior entrada de empréstimos e financiamentos de longo prazo, decorrente da eliminação do risco de uma nova maxi.

Terceiro, seria possível se pensar novamente na recomposição e aumento das nossas reservas cambiais, devido à grande entrada líquida de divisas no país, em função do menor déficit em conta corrente e da entrada líquida de divisas.

E quarto, o país deixaria de depender do capital externo especulativo, e, até mesmo, poderia estabelecer freios à sua entrada, ou induzi-lo, mediante tributação, a permanecer no país durante prazos adequados.

Redução da taxa real de juros e alongamento do prazo da dívida pública

A transformação do **UVR** no principal indexador do mercado financeiro, primeiro, na Fase de Acomodação e, depois, na Fase de Consolidação, traria uma grande redução no patamar da taxa real de juros básica da economia, que passaria a ser a **TBJR** (Taxa Básica de Juro Real), incidente sobre operações atreladas aos novos indexadores. Isto porque, primeiro, seria eliminada a variável inflação no cálculo dos juros nominais, que praticamente deixariam de existir. E, segundo, porque o câmbio também passaria a ter assegurado o seu novo valor real reajustado pela maxi, o que afastaria o temor de uma nova desvalorização, pois ele passaria a ter suas cotações acompanhando, na Fase de Acomodação, a mesma variação da **UVR** e, na Fase de Consolidação, a mesma variação da **UVR** deduzida a inflação norte-americana.

Com a adoção dos novos indexadores, a dívida pública poderia ter, finalmente, o seu prazo alongado, para cinco anos ou mais, e dentro de um menor patamar de juros reais, pois ela seria praticamente toda pós-indexada à **UVR**, e renderia um valor adicional sobre a **TBJR** (Taxa Básica de Juro Real), vigente nas operações do mercado interbancário.

GANHOS E PERDAS COM A MAXI HETERODOXA

Neste item serão feitas considerações sobre os ganhos e perdas que se verificariam com a adoção da Maxi Heterodoxa, abordando, em três blocos, os efeitos nas operações cotadas em **Re\$** em **re\$**, os ganhos e perdas nos quatro tipos de situação da moeda nacional em relação ao câmbio que passariam a existir no Brasil e estimativas para os ganhos e perdas para os Setores Público e Privado, neste caso, comparando os valores da Maxi Heterodoxa com os de uma maxi ortodoxa.

Os efeitos nas operações em moeda nacional pós e prefixada existentes no Dia M

As operações pósfixadas teriam sua liquidação no **Rm\$**, em valor dado pela variação do índice utilizado; elas poderiam ser convertidas para novas operações indexadas a **UVR**, e assim, não refletiriam, em termos do seu indexador, os efeitos da maxi.

As operações prefixadas, sem indexador (por exemplo, notas promissórias, duplicatas ou faturas a pagar) teriam o seu valor convertido para **UVR** no Dia M, e manteriam assim o seu valor real antes expressos em **R\$**, ou seja, seriam neutras em relação aos efeitos da maxi. Tais operações, assim, passariam a pósfixadas em **UVR** após o Dia M.

Os efeitos nas operações cotadas em **Re\$ em **re\$****

O artifício da manter o **R\$** existindo - com novas denominações de **Re\$** e **re\$** mas sem poder liberatório e apenas como unidade de conta nas operações de moeda nacional com indexação cambial e de moeda nacional liquidada em moeda estrangeira - seria fundamental para assegurar a solidez do mercado financeiro e a eliminação de ganhos e perdas para setores, empresas e pessoas em função da maxi. Afinal, na Fase de Acomodação tais operações seriam liquidadas em **Re\$**, que, contudo, se desvalorizaria em valor igual ao da inflação, ou seja, numa variação igual à da **UVR**. Assim, um valor contratado em **R\$**, na prática, seria liquidado em **UVR**, e, portanto, no seu atual valor em **R\$**. Na Fase de Consolidação seria algo semelhante, apenas ressaltando-se que a cotação do **US\$** em **re\$** refletiria o desconto da inflação dos EUA da variação da **UVR**.

Todas perdas (ganhos) de operações em moeda nacional liquidada em moeda estrangeira contratadas durante a vigência do Real seriam bancadas (apropriadas) pelo Tesouro Nacional, através do Banco Central, por ocasião da sua liquidação no exterior, pois os agentes econômicos pagariam (receberiam) em **Re\$** ou **re\$**, enquanto o BACEN as liquidaria em **Rm\$** ou **r\$**, que conteriam o diferencial da maxi. Assim, as operações expressas em moeda nacional indexadas ao câmbio, que, teoricamente, existem apenas para serem usadas como *hedge*, perderiam a sua razão de ser. Seus detentores, contudo, não teriam nem ganho nem perda real em moeda nacional, pois as liquidariam no mesmo valor real que elas tinham nas datas dos seus contratos.

Quem fez *hedge* contra a maxi para seus débitos (créditos) liquidados em moeda estrangeira, manteria sua operação no mesmo valor em **R\$, UVR** ou **r\$**, pois o liquidaria sem perda (ganho) no Banco Central, mas também deixaria de ganhar (perder) na liquidação da operação de *hedge* da moeda nacional indexada ao câmbio.

Quem, contudo, tentou fazer uma especulação contra o Real, fazendo operações com indexação cambial sem lastro em passivo (ativo) liquidado em moeda estrangeira, deixaria de ganhar (perder), mas também não perderia (ganharia) nada na moeda nacional em termos reais.

Por fim, destaque-se, primeiro, que os devedores (credores) de contratos liquidados em moeda estrangeira feitos antes do Real, não estariam sendo prejudicados, pois apenas deixariam de ter os ganhos (perdas) que tiveram ao longo de quatro anos de sobrevalorização cambial. E segundo, que os contratos cambiais feitos após o Dia M já seriam feitos dentro do novo patamar cambial, o que eliminaria qualquer perda ou ganho.

Ganhos e perdas nos quatro tipos de moedas que existiriam no Brasil

A seguir são analisados os ganhos e perdas dos Agentes Econômicos e do Tesouro Nacional, via Banco Central, para quatro casos:

1) moeda nacional sem indexação cambial, que devem representar cerca de mais de 85% das transações de nossa economia, tais como preços e salários:

Efeitos para todos: Neutro em moeda forte nacional e perda da maxi no seu poder de compra em moedas estrangeiras.

2) moeda nacional com indexação cambial cotada em Re\$ e re\$, ou seja, de operações feitas durante a vigência do Real, tais como em títulos públicos com indexação cambial e operações no mercados de derivativos de juros, câmbio e mercadorias:

Efeitos para todos: Neutro em moeda forte nacional e perda da maxi no seu poder de compra em moedas estrangeiras.

3) moeda nacional liquidada em moeda estrangeira cotada em Re\$ e re\$, referentes aos contratos feitos durante a vigência do Real relacionados a transações efetivas com o exterior:

Efeitos para os Agentes Econômicos: Neutro em moeda forte nacional e perda da maxi no seu poder de compra em moedas estrangeiras.

Efeitos para o Tesouro Nacional, via Banco Central: Perda em passivos (e ganho em ativos) em moeda forte nacional e perda (ganho) em moedas estrangeiras, devido ao diferencial de cotações em **Re\$** e **re\$** utilizadas nos pagamentos (ou recebimentos) pelos Agentes Econômicos junto ao BACEN e as cotações em **Rm\$** e **r\$** utilizadas pelo BACEN para pagamentos (ou recebimentos) junto ao exterior

4) moeda nacional indexada ao câmbio ou liquidada em moeda estrangeira, cotadas em Rm\$ e r\$:

4.1) de contratos feitos antes da vigência do Real:

Efeitos para todos: neutralidade em termos de poder aquisitivo real da nossa moeda na data da contratação, mas deixando de ganhar no caso de passivos (e de perder, no caso de ativos) o diferencial da sobrevalorização do Real.

4.2) de contratos feitos após o Dia M:

Efeitos para todos: neutralidade tanto em termos de poder aquisitivo da nossa moeda quanto em termos de moedas estrangeiras, visto que o câmbio passaria a ser reajustado com base na inflação interna, e não haveria mais risco de nova desvalorização da nossa moeda.

Ganhos e perdas para os Setores Público e Privado na Maxi Heterodoxa e numa maxi ortodoxa

A Maxi Heterodoxa seria altamente favorável para os Setores Público e Privado, se comparada com uma maxi ortodoxa, conforme aponta a análise a seguir apresentada, efetuada em caráter preliminar e aproximado. O **Quadro 2**, mostrado a seguir, apresenta os valores das perdas e ganhos do setor público e do setor privado para os casos da Maxi Heterodoxa e de uma maxi ortodoxa, separando-se seus valores no primeiro ano - quando, por conservadorismo, foram considerados todos os ganhos e perdas financeiros - e nos demais anos.

Quadro 2
Ganhos e perdas para os setores Público e Privado
com a adoção da Maxi Heterodoxa e com a Maxi Ortodoxa,
considerando todos os ganhos e perdas como realizados no primeiro ano
Em moeda nacional atual (R\$ bilhões)

Especificação	<u>No primeiro ano da Maxi</u>			<u>Nos anos Seguintes</u>		
	<u>Heter- doxa (H1)</u>	<u>Orto- doxa (O1)</u>	<u>Dife- rença (H1-O1)</u>	<u>Heter- doxa (H1)</u>	<u>Orto- doxa (O1)</u>	<u>Dife- Rença (H1-O1)</u>
<u>LÍQUIDO SETOR PÚBLICO</u>	<u>-6</u>	<u>-48</u>	<u>42</u>	<u>50</u>	<u>0</u>	<u>50</u>
GANHOS	53	0	53	53	0	53
Redução Anual dos Juros da Dívida	34	0	34	34	0	34
Aumento Anual de Impostos	19	0	19	19	0	19
PERDAS	-59	-48	-11	-3	0	-3
Dívida Líquida em Moedas Estrangeiras	-16	-16	0	0	0	0
Indenização Cambial	-40	0	-40	0	0	0
Dív. Pública com Indexação Cambial	0	-20	20	0	0	0
Derivativos com Indexação Cambial	0	-12	12	0	0	0
Perdas Fiscais no Merc. Financeiro	-3	0	-3	-3	0	-3
<u>LÍQUIDO SETOR PRIVADO</u>	<u>3</u>	<u>-17</u>	<u>21</u>	<u>3</u>	<u>0</u>	<u>3</u>
GANHOS	3	32	-29	3	0	3
Dív. Pública com Indexação Cambial	0	20	-20	0	0	0
Derivativos com Indexação Cambial	0	12	-12	0	0	0
Ganhos Fiscais no Merc. Financeiro	3	0	3	3	0	3
PERDAS	0	-49	-49	0	0	0
Dívida em Moeda Estrangeira	0	-49	-49	0	0	0

Maxi Heterodoxa

Setor Público

Haveria no primeiro e demais anos um ganho anual do Setor Público de R\$ 53 bilhões, correspondentes a 5,6% do PIB, aqui considerado como sendo de US\$ 804 bilhões, ou R\$ 949 bilhões. Isto porque:

- a) a redução de 10% a.a. das taxas reais de juros, dos atuais 18% para 8% a.a., abateriam R\$ 34 bilhões nos encargos da dívida pública interna, estimada atualmente em R\$ 340 bilhões;
- b) o aumento da arrecadação líquida de impostos seria de R\$ 19 bilhões, em função de uma taxa de crescimento do PIB adicional de 5% em relação ao patamar de 1% atual e futuro, considerando-se que existiria um aumento de arrecadação de 2% do PIB (adotando-se o aumento de impostos com sendo de 0,4% do PIB para cada 1% de crescimento do PIB, ter-se-ia $2\% = 0,4\% * 5$)

O Setor Público registraria uma perda em moeda nacional de R\$ 16 bilhões sobre a sua dívida externa líquida de US\$ 45 bilhões, considerando-se a sua dívida atual com sendo de US\$ 91 bilhões (valor de maio de 1998, segundo o BACEN), e suas reservas em 22/09/98 como sendo de US\$ 46 bilhões (assim, $16 = 45 * 30\% * 1,18$).

O total de indenização cambial, estimado grosseiramente, que seria pago pelo governo federal aos detentores de débitos líquidos expressos em moeda estrangeiras, seria de R\$ 40 bilhões, conforme pode ser visto em maiores detalhes a seguir:

- Segundo o Boletim do Bacen de 1/07/98, a Dívida Externa Total (DET) era, em 31/12/97, de US\$ 193,7 bilhões, dos quais US\$ 95,6 bilhões eram do setor público e os demais US\$ 98,1 bilhões do setor privado.
- Nos termos desta proposta, a seguir será estimada a perda com a indenização cambial, que o governo federal pagaria ao Setor Privado, referente às operações contratadas em moeda estrangeira durante a vigência do Real. As indenizações propostas para investidores em fundos de renda fixa e variável, pela dificuldade do seu cálculo e pela sua pequena monta, serão aqui desprezadas.
- Desta forma vamos supor que atualmente a dívida externa do Setor Privado seja de US\$ 140 bilhões, onde US\$ 100 bilhões é o valor de US\$ 95,6 bilhões apresentado no Boletim do Banco Central em 32/12/97 com pequeno acréscimo, e que outros US\$ 40 bilhões sejam relativos a operações de financiamento de importações e exportações.
- A seguir será estimado o valor da dívida externa do Setor Privado, feitas antes do Real, que não iriam contar com a indenização do governo, de acordo com esta proposta. Pelos dados do boletim do BACEN estima-se que em 30/06/94, haveria uma dívida externa total de US\$ 147 bilhões (calculada pela média de 31/12 de 1993 e 1994), dos quais US\$ 105 bilhões do Setor Público (71% do total), e os demais US\$ 42 bilhões do Setor Privado (29%). Por outro lado, um total de US\$ 92 bilhões teriam seu vencimento após quatro anos, e portanto, atualmente ainda não estariam liquidados, e, desta forma, estariam sem direito à indenização cambial. Adotando-se a mesma proporção de 29% para o Setor Privado sobre a sua dívida de US\$ 42 bilhões, ter-se-ia US\$ 27 bilhões para o saldo atualmente ainda não liquidado, decorrente de operações feitas antes de 30/06/94.
- Desta forma, do valor atual da dívida externa privada de US\$ 140 bilhões, apenas US\$ 113 bilhões ($=140-27$) estariam sujeitos à indenização do governo. Considerando-se uma maxi de 30% resultaria num valor total de indenização a ser paga ao Setor Privado de US\$ 34 bilhões, equivalente a R\$ 40 bilhões.
- Deve-se, contudo, ressaltar que o governo federal somente iria fazer o dispêndio com as indenizações ao longo dos próximos anos, por ocasião das liquidações financeiras dos contratos, e não tudo no primeiro ano. Da dívida externa total de US\$ 194 bilhões em 31/12/97, US\$ 80 bilhões tinham amortização nos próximos três anos, correspondentes a 41% do total, e conseqüentemente, linearmente, 59% nos anos seguintes ($(59\% = 4/3 * 41\%)$), que na falta de informação, será considerado como um prazo médio de 10 anos. Vamos supor que, numa estimativa grosseira, que no primeiro ano sejam amortizados 20% do total, 10,5% no segundo ano, 10,5% no terceiro ano, e nos anos seguintes um valor médio de 5,9%.
- Dos US\$ 113 bilhões sujeitos à indenização, US\$ 40 bilhões seriam relativos a financiamentos de exportações e importações, cujo prazo de vencimento será considerado de até um ano. Assim, dos US\$ 73 bilhões ($73 = 113 - 40$) remanescentes, US\$ 15 bilhões (20% de 73) seriam amortizados no primeiro ano, que somados aos US\$ 40 bilhões de curto prazo, resultaria num total de US\$ 55 bilhões para o primeiro ano, ou 49% do total indenizável de US\$ 113 bilhões. No segundo e no terceiro ano, seriam amortizados US\$ 8 bilhões (ou 7% do total indenizável), e nos demais dez anos seguintes US\$ 4,3 bilhões (ou 3,8% do total indenizável).
- Adotando-se os percentuais acima, pode-se estimar que da indenização cambial total de R\$ 40 bilhões, R\$ 20 bilhões (49%) seriam pagos no primeiro ano após a maxi, R\$ 2,8 bilhões (7%) no segundo e no terceiro ano, e R\$ 1,5 bilhões nos seguintes 10 anos.

O Setor Público nada perderia em função da sua dívida indexada ao câmbio nem na sua posição vendida nos derivativos indexados ao câmbio.

Com os incentivos fiscais para introdução da **UVR** no mercado financeiro, vamos supor que haveria uma perda de arrecadação de R\$ 3 bilhões, no primeiro e nos demais anos.

Assim, no primeiro ano a perda líquida do Setor Público seria de R\$ 6 bilhões ($6 = 53 - 59$), e um ganho de R\$ 50 bilhões ($50 = 53 - 3$) nos anos seguintes, quando não haveriam mais as perdas com a maxi, sem se considerar qualquer outro ganho decorrente de reformas estruturais.

Desta forma, mesmo considerando-se a hipótese mais pessimista - de considerar a perda com a sua dívida externa líquida e a indenização cambial ao Setor Privado como totalmente realizada no primeiro ano -, o governo, com a Maxi Heterodoxa, pagaria como o seu ganho total, estimado de R\$ 53 bilhões, a sua perda total, estimada em R\$ 59 bilhões, em apenas 1,18 anos, ou 1 ano e 2 meses. Depois deste curto período curto, o ganho líquido de caixa,

possibilitaria a redução do déficit público para um patamar aceitável, pois o seu valor estimado seria de R\$ 50 bilhões, equivalente a 5,3% do PIB, o que praticamente acabaria com o déficit fiscal, que atualmente é de mais de 7% do PIB em termos nominais.

Observe-se, contudo, que a indenização aos devedores em moeda estrangeira seria paga a longo prazo, por ocasião das liquidações do seu serviço da dívida, o que tornaria o resultado desta análise ainda mais favorável, conforme será melhor comentado mais adiante.

Setor Privado

No primeiro ano e nos seguintes, o Setor Privado teria, em termos de moeda nacional, um ganho com a Maxi Heterodoxa de R\$ 3 bilhões, correspondentes à redução dos impostos no mercado financeiro, para induzir o uso da UVR nas suas operações. O Setor Privado não ganharia nem com a dívida pública indexada ao câmbio e nem com os derivativos cambiais. Contudo, também não teria perda na sua dívida em moeda estrangeira. O Setor Privado, contudo, seria fortemente beneficiado com a redução das taxas de juros e com o crescimento econômico que o país passaria a ter com esta proposta, o que, no entanto, não será aqui estimado.

Maxi Ortodoxa

Setor Público

Caso fosse feita uma maxi ortodoxa, inevitavelmente o país cairia numa recessão, com muitas empresas e bancos quebrando, e haveria aumentos da inflação, do desemprego, da inadimplência e do risco na economia, o que forçaria a manutenção da taxa de juros real em patamar elevado, no mínimo igual ao atual de 18 a.a..

Assim, o Setor Público em todos os anos não teria nenhum ganho: nem com redução da taxa de juros real (que continuaria dentro do seu patamar atual de 18% a.a. ou mais), nem, tampouco, com o aumento de arrecadação de impostos (pois o país provavelmente ficaria entravado, crescendo 1%, senão menos).

Atualmente a dívida pública federal em moeda nacional indexada ao dólar é em torno de R\$ 60 bilhões. Assim, o governo federal pagaria R\$ 20 bilhões aos detentores de seus títulos em função da maxi de 30%.

No dia 16/9/98 existiam na BM&F (Bolsa de Mercadorias & Futuros, de São Paulo) R\$ 68,3 bilhões de contratos em aberto no Mercado Futuro de Juros (Dólar Futuro), no Mercado Futuro do Dólar e de Opções de Compra de Dólar. O governo federal, direta ou indiretamente, é, certamente, o maior vendedor do mercado de derivativos. Na falta de informação precisa, vamos considerar que a participação do governo seja de 60% no mercado, o que é bem conservador (afinal, tal participação deve ser maior, pois quem iria ficar com posição vendida em US\$ nestes tempos de risco cambial?). Disto resultaria, com uma maxi de 30%, uma perda para o governo de R\$ 12 bilhões ($12=68,3*60%*30%$)

Assim, no primeiro ano, o Setor Público teria uma perda de R\$ 48 bilhões, assim distribuídos: a) R\$ 16 bilhões, sobre os US\$ 45 bilhões de sua dívida externa líquida de reservas, conforme já mencionado anteriormente; b) R\$ 20 bilhões sobre a dívida pública indexada ao câmbio; e c) R\$ 12 bilhões nas operações nos mercados de derivativos de juros e câmbio.

Com a maxi ortodoxa, desta forma, no primeiro ano, o setor público teria uma perda líquida de R\$ 48 bilhões, e saldo líquido nulo nos anos seguintes.

Setor Privado

Numa maxi ortodoxa, no primeiro ano, o Setor Privado teria uma perda líquida de R\$ 17 bilhões. Os ganhos seriam num total de R\$ 32 bilhões, dos quais R\$ 20 bilhões com a dívida pública e R\$ 12 bilhões nos derivativos, ambos indexados ao câmbio. Contudo, ele perderia R\$ 49 bilhões, com a incidência da maxi de 30% sobre a sua dívida externa, estimada em US\$ 140 bilhões. Nos demais anos ele não teria nem ganhos nem perdas.

Conclusões

Apesar da forma aproximada com que foram feitas estas estimativas, fica inquestionável o fato de que a Maxi Heterodoxa seria financeiramente muito superior a uma maxi ortodoxa, tanto para o setor público quanto para o

setor privado. Se diminuirmos os valores da Maxi Heterodoxa dos da Maxi Ortodoxa, no primeiro ano o Setor Público apresentaria um ganho de R\$ 42 bilhões, e o Setor Privado um ganho de R\$ 20 bilhões. Nos anos seguintes haveria um ganho de R\$ 50 bilhões para o Setor Público entre as duas opções e nenhum ganho ou perda para o Setor Privado.

Vale ressaltar que estes números foram calculados de forma muito conservadora, conforme é comentado a seguir. Acredito que se dispusesse das informações necessárias para uma perfeita apuração dos valores ao longo do tempo, o resultado a favor da Maxi Heterodoxa seria ainda melhor.

Um primeiro conservadorismo é o fato de terem sido consideradas como realizadas no primeiro ano todas as perdas e ganhos financeiros, e um segundo se relaciona ao potencial de redução dos encargos financeiros da dívida pública, e aumentos de impostos em função do crescimento do PIB. Vejamos a seguir o primeiro caso.

A indenização cambial ao Setor Privado - maior perda para o governo - na verdade iria ser paga de forma escalonada, ao longo dos anos, por ocasião do vencimento das obrigações, ou seja, dentro do perfil da dívida externa privada. Conforme foi estimado anteriormente, em caracter grosseiro, é factível se supor que, do total de R\$ 40 bilhões da indenização cambial, somente R\$ 20 bilhões seriam pagos no primeiro ano, R\$ 2,8 bilhões no segundo e terceiro anos, e R\$ 1,5 bilhões nos demais 7 anos seguintes. Outro caso a considerar é que o perfil da dívida externa do Setor Público deve ser muito mais longo que a do Setor Privado. Além disto, o Setor Público, em 22/09/98, ainda tem reservas de US\$ 46 bilhões, cujo ganho em moeda nacional seria apurado totalmente no primeiro ano.

Na maxi ortodoxa, o Setor Público perderia R\$ 32 bilhões devido à sua dívida indexada ao câmbio e à sua posição vendida no mercado de derivativos, que seriam pagas integralmente no primeiro ano após a maxi, enquanto que na Maxi Heterodoxa tal perda não ocorreria, e, sim, a indenização cambial, estimada em R\$ 40 bilhões, dos quais somente uns R\$ 20 bilhões seriam pagos no primeiro ano. Desta forma, no primeiro ano, na verdade o Setor Público desembolsaria menos R\$ 12 bilhões ($12=32-20$) no caso da Maxi Heterodoxa em relação à maxi ortodoxa. Apresenta-se agora o segundo fator que torna estas estimativas conservadoras. A grande diferença entre as maxis heterodoxa e ortodoxa se relaciona ao potencial de ganho líquido do Setor Público, mediante a redução da taxa de juros incidente sobre sua dívida interna e o aumento líquido de impostos em função do retorno ao crescimento, o que só seria possível no caso da Maxi Heterodoxa. Tal aumento foi aqui estimado, de modo conservador, em nada menos que R\$ 50 bilhões, ou o equivalente a 5,3% do PIB.

Tal aumento estimado é conservador, porque se considerou uma redução na taxa de juros real anual de 10%, partindo-se do pressuposto de que a taxa de juros real atual seria de apenas 18% a.a., e que ela cairia para 8% na Fase de Acomodação. Ora, no momento a taxa de juros real está próxima dos 40% ao ano. Se fosse feita uma maxi ortodoxa seria muito difícil que, pelo menos no primeiro ano, a taxa real de juros caísse para menos que 25% a.a.. Com isso haveria uma diferença de 7% a.a. sobre os 18% a.a. considerados, ou o equivalente a R\$ 24 bilhões, ou 2,5% do PIB. Isto sem contar com a recessão que viria com a maxi ortodoxa, que diminuiria a arrecadação de impostos. Por outro lado, caso não se faça uma maxi, dificilmente o governo conseguirá reduzir a atual taxa para menos que 30% a.a., o que daria um adicional de encargos de 12% sobre o patamar aqui estimado de 18% a.a., o que resultaria num adicional de R\$ 41,0 bilhões, equivalente a 4,3% do PIB.

Por fim, vale ressaltar que, por mais incrível que possa parecer, a indenização cambial proposta na Maxi Heterodoxa, ao invés de ser um subsídio, seria, na verdade, muito favorável para o Setor Público, diferentemente do que aparenta ser. Conforme já comentado acima, atualmente a indenização cambial já seria mais favorável do ponto de vista do fluxo de caixa governamental, do que a perda cambial na dívida interna cambial e nos mercados de derivativos cambiais. Ora, caso ocorra um aumento de exposição cambial do governo na sua dívida indexada ao câmbio e na sua posição vendida nos mercados de derivativos, a indenização cambial poderá ser mais favorável, também, em termos do valor total de desembolso.

Notar que a diferença atual estimada de R\$ 8 bilhões entre o total da indenização cambial de R\$ 40 bilhões e a perda de R\$ 32 bilhões na dívida interna indexada ao câmbio e derivativos cambiais, seria totalmente anulada se o montante destes últimos se elevasse, dos atuais R\$ 101 bilhões estimados ($101=60+68,3*60\%$) para R\$ 127 bilhões, num aumento de 26%.

Considerando-se o atual nível de demanda por indexação cambial, tal aumento pode ser atingido proximamente, pois o governo federal vem aumentando significativamente a sua dívida interna indexada ao câmbio.

Concluindo, ressalte-se que caso o governo decidisse adotar a Maxi Heterodoxa, ele poderia até mesmo aumentar a sua exposição cambial em moeda nacional, uma vez que isto nada iria representar em termos de perdas e, também, serviria para acalmar o mercado financeiro nestes tempos de incerteza, considerando-se a atual forte demanda por dívida interna e derivativos indexados ao câmbio.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Conforme já dito, a atual situação brasileira de sobrevalorização cambial e de juros elevados está ficando cada vez mais insustentável. Infelizmente, eles foram os dois maiores pecados originais do Plano Real, feitos por um “mix” de teimosia, incompetência, arrogância e ambição política, para não falar em irresponsabilidade.

O país foi muito criativo e engenhoso ao acabar com a sua inflação com a idéia da criação da URV, que depois se transformaria no Real. Não posso, contudo, deixar de ressaltar que tudo isto foi feito, coincidência ou não, de forma muito semelhante à minha proposta, de 31/08/93, denominada *A Indexação Diária Negociada*, que foi encaminhada, até o dia 09/09/93, para o presidente Itamar Franco, para o então ministro da Fazenda Fernando Henrique Cardoso e para todos os membros da sua equipe econômica, antes, portanto, de começarem a sair notícias na mídia sobre o novo plano que estava em gestação, que previa inicialmente um indexador diário cambial, tal como sugeri.

As principais diferenças, entre o que foi realizado e o que recomendei, foi a curta duração da URV e a sua não introdução no mercado financeiro, talvez por motivação eleitoreira. Notar que se o que propus tivesse sido feito, a URV certamente poderia ter se transformado numa moeda forte efetiva. Isto porque não haveria a necessidade de sobrevalorizar o câmbio e elevar os juros, para forçar artificialmente a queda da inflação.

Observe-se que na minha proposta, a URV teria vigorado por mais um ano, depois da moeda transitória (que acabou sendo o Real), que teria apenas a função de reduzir o patamar da inflação inercial. A minha proposta previa que haveria uma certa inflação residual, de uns 30% ao ano, decorrente da não conversão de alguns preços ao indexador diário antes da criação moeda provisória (tal como ocorreu com os alugueis, os seguros, e os planos de saúde), inflação esta que deveria ser igualmente redistribuída por toda economia, até que se pudesse criar a moeda definitiva, depois de feitas as reformas estruturais. Neste período de um ano, que denominei de Fase de Estabilização, a variação dos preços definiria a variação do indexador, que definiria, por sua vez, a variação dos salários, a variação da atualização monetária das operações financeiras nele indexadas, e, também, a variação do câmbio. Desta forma, o câmbio não poderia ser valorizado, pois teria variação igual à da inflação registrada. Por outro lado, os juros reais poderiam ser bem menores, porque haveria uma unidade de valor real no mercado financeiro, que seria atrelada à variação do câmbio.

Como o período de vigência da URV foi muito curto e a sua aplicação muito restrita, pois ela não foi introduzida no mercado financeiro, o governo - que também não procedeu as reformas estruturais necessárias para o equilíbrio fiscal -, para compensar, teve de fazer os dois pecados originais citados, que agora se transformaram em mortais para o Plano Real. Afinal a dívida pública mobiliária interna foi elevada de R\$ 61 bilhões em junho/94 - o que corrigido pela inflação média de 69%, seria hoje equivalente a R\$ 103 bilhões - para, nada menos, que R\$ 305 bilhões, num aumento real de 196%. E isto apesar de terem sido arrecadados uns R\$ 50 bilhões com as privatizações. Isto fez com que o governo, segundo o BACEN, gastasse, nos últimos doze meses terminados em junho/98, R\$ 42 bilhões somente em encargos líquidos sobre a sua dívida interna, equivalente a 4,8% do PIB, valor este que deverá ser aumentado bastante nos próximos 12 meses, se for mantido o recente aumento da taxa de juros. Por outro lado, em 1994 o déficit em conta corrente era de apenas US\$ 1,3 bilhões, ou 0,31% do PIB, e, em 1998, se elevou para US\$ 33 bilhões, ou 4,1% do PIB, num aumento de 2.438%..

Conforme demonstro neste trabalho, acredito que agora pode ser reaproveitada a idéia do indexador diário que depois vira moeda forte. No presente caso, para se fazer uma maxi-desvalorização do câmbio, tirando o Plano Real da sua sinuca de bico, dentro de uma forma sem dor. Isto porque a Maxi Heterodoxa é uma maneira engenhosa de salvar o Real, pois, no final do processo, ele volta a existir com igual nome e valor real, só que com símbolo, cédulas e moedas diferentes das atuais. Na Fase de Acomodação, os preços, os salários, os juros e o câmbio estariam atrelados a um mesmo referencial de valor real, que refletiria a inflação registrada. Já na Fase de Consolidação, os preços e salários se desatrelariam do indexador, que, contudo, continuaria a vigorar no mercado financeiro e atrelado ao câmbio (via inflação nacional, deduzida da inflação dos EUA). Nos dois casos seria possível se atingir um patamar mais baixo para a taxa real de juro, dado que se manteria o valor real do câmbio, já ajustado para um nível adequado, o que acabaria com o temor de nova maxi.

É certo que a Maxi Heterodoxa representaria um desconforto momentâneo para o país, pois haveria a necessidade de reindexar toda a economia por um período mínimo de uns 6 meses, considerando-se que esta proposta prevê a criação de um novo indexador diário (a **UVR**), e, também, de duas novas moedas correntes (**Rm\$** e **r\$**) e de uma moeda escritural (**Re\$** e **re\$**). Contudo, ressalto que o país já é doutor em planos econômicos e que a maioria da população não teria envolvimento com a moeda escritural, o que simplificaria a questão. Assim, acredito que não seria difícil a implantação desta proposta, com o seu perfeito entendimento por todos. Afinal, desconforto maior é o que estamos passando, com a economia na recessão e na incerteza.

A Maxi Heterodoxa também traz embutido o reconhecimento de culpa por parte do governo e seu possível desgaste político. Afinal, seria necessário admitir que o Real é irreal, e que seria preciso se fazer uma engenharia financeira pelo menos durante uns seis meses, para que o **R\$**, no final do processo, retornasse a ser a uma moeda de mesmo nome e valor, mas de cara nova, chamado de **r\$**. Ressalte-se que, em compensação, o governo poderia resgatar o seu prestígio político, pois estaria adotando uma sistemática inteligente, onde o país não perderia o seu referencial de valor econômico, e teria um caminho firme a percorrer. Afinal, se o Brasil atualmente pensa em **R\$**, ele passaria a pensar em **UVR**, e depois, de novo, em **r\$**. Tal como nos países do primeiro mundo, onde suas moedas fortes exercem tal papel de unidade de valor real. Desta forma, esta proposta no fundo é um mecanismo financeiro que permite um país emergente se comportar como se fosse do mundo desenvolvido no meio de uma desvalorização cambial.

As alternativas à Maxi Heterodoxa são duas. Primeiro, é achar que o ajuste fiscal que está sendo proposto pelo governo, associado ao apoio do FMI, do G-7 e da banca internacional, será capaz de, por si só, reduzir a taxa de juros, caso seja mantido o câmbio sobrevalorizado. Isto, sem dúvida poderá levar o país para o caos, pois os efeitos do ajuste fiscal demorarão a ocorrer, e até lá será muito difícil reduzir uma taxa de juros real dos atuais 40% a.a.. Afinal, tal taxa comparada com a registrada nos 12 meses findos em agosto, de digamos 18%, representará anualmente um aumento do déficit fiscal de mais R\$ 75 bilhões, ou de mais 7,9% do PIB, ou quase três vezes superior ao total do ajuste projetado, que assim pagaria os juros atuais durante apenas um quadrimestre. A segunda alternativa é fazer uma maxi do tipo ortodoxa, sob controle ou por pressão do mercado financeiro, o que, conforme visto, seria uma alternativa muito inferior ao que está sendo aqui proposto.

Assim, espero que o bom senso prevaleça, e o governo acate esta proposta, implementando-a o mais rápido possível. Gostaria, contudo, que caso ela viesse a ser adotada, que não fosse alterada em as suas formulações básicas, pois seria difícil para mim ver repetido o ocorrido na elaboração do Plano Real.

Rio de Janeiro, 27/10/98.
Claudio Braga de Abreu e Silva