

Plano Real: do sucesso ao impasse

Luiz Gonzaga Belluzzo[§]

RESUMO

Este artigo trata inicialmente do colapso cambial e da crise monetária e sua influência nas experiências inflacionárias mundiais após 1979. Analisa a seguir a grande dependência da estabilização durante o Plano Real em relação aos financiamentos externos. Uma análise crítica da política de âncora cambial seguida no Brasil após 1994 é então incorporada ao texto. Argumenta-se sobre a inconsistência desta política cambial e da política monetária contracionista de juros altos.

Palavras-chave: Plano Real, estabilização, política cambial.

ABSTRACT

Initially this article deals with the worldwide collapse of the exchange rate regimes and the ensuing monetary crises and their influence upon the inflationary experiences after 1979. The author analyses also the great reliance on foreign source of financing during the Real Plan. A critical analyses of the fixed exchange rate regime followed in Brazil after 1994 is then included in the text. The author argues also about the inconsistencies of the exchange rate policy and the contractionary monetary policy of high interest rate.

Key words: Real Plan, stabilization, exchange rate policy.

§ Do Instituto de Economia da UNICAMP.

Colapso cambial e crise monetária

O ano de 1979 marca o início do fim do padrão de financiamento externo que sustentou, por mais de uma década, o crescimento e o precário regime de baixa inflação na América Latina. Foi em outubro de 1979 que o *chairman* do *Federal Reserve*, Paul Volker, decidiu impor ao mundo, e particularmente aos países devedores, a carga insuportável de defesa do dólar e da estabilização da economia americana. O enfraquecimento do dólar como **padrão monetário** internacional obrigou os Estados Unidos a um exercício extremo de poder, concentrado na defesa da função de reserva universal de sua moeda nacional. Esse movimento significou, sobretudo para os países endividados, a irrupção de crises cambiais e fiscais profundas, acompanhadas da ameaça de destruição de seus respectivos sistemas monetários nacionais.

As tentativas de estabilização, ou seja, de restaurar a confiança na moeda local, foram, pelo menos durante uma década, sistematicamente derrotadas pela incapacidade dos estados nacionais da periferia, não só de compatibilizar o ajustamento do balanço de pagamentos e a reordenação das finanças públicas, mas também de enfrentar resistência à mudança dos grupos enriquecidos da sociedade. Essa crise das economias latino-americanas é uma crise da soberania do Estado, ameaçado em uma de suas prerrogativas fundamentais, a de gerir a moeda. Gerir a moeda significa, antes de mais nada, preservar a unidade de suas três funções - padrão de preços, meio de circulação e reserva de valor - e impedir que quaisquer outros ativos (moeda estrangeira, títulos financeiros públicos ou privados, mercadorias particulares) possam assumir essas funções ou algumas delas, colocando em marcha um processo de fracionamento do sistema monetário e da sociedade fundada nas relações mercantis.

A dolarização e sua sombra, a emissão de moeda indexada, representam uma ruptura violenta naquela unidade e uma ameaça permanente ao valor da moeda e à capacidade de administração do Estado. A possibilidade de **substituição monetária** revela a natureza hierárquica das relações entre as moedas na economia mundial. Isto significa que são sempre problemáticas as relações entre as moedas nacionais "fracas" - no sentido de que não gozam de boa ou nenhuma reputação como instrumentos de denominação ou de liquidação de transações internacionais - e o *standard* universal.

Poucos têm dúvidas quanto à origem dos processos inflacionários crônicos e assustadoramente instáveis que atingiram, no início dos oitenta, as economias latino-americanas: está no colapso do financiamento externo e na correspondente crise fiscal que se manifestou quando os programas de ajustamento começaram a ser implementados.

As estratégias de administração monetária adotadas no Brasil para enfrentar essa grave situação conseguiram, é verdade, evitar a explosão imediata da hiperinflação ou a ocorrência de uma devastadora liquidação de ativos. Mas isso foi feito mediante uma socialização dos prejuízos e, mais que isso, de uma ampla socialização dos riscos. Com a emissão de moeda indexada ou títulos dolarizados, os governos garantiram aos agentes privados a possibilidade de arbitragem entre ativos financeiros, absorvendo, mediante desequilíbrios fiscais e patrimoniais crônicos, os riscos de taxa de juros e o risco cambial.

A concentração dos riscos no Estado garantiu o poder de compra da riqueza financeira, mas provocou outras conseqüências. Uma delas, talvez a mais importante, é que o Estado, ao tentar evitar o colapso do sistema monetário, pela emissão de um ativo garantido contra oscilações do poder de compra, determinou a polarização das expectativas privadas. O ativo protegido concentra as atenções do mercado, sua demanda sobe, o preço aumenta, maior é o seu poder de atração como reserva de valor. A economia não explode num desastre hiperinflacionário, mas começa a apodrecer no rentismo e no hábito da indexação.

O ponto central é que tais estratégias de administração monetária tentam manter a confiança dos agentes - proprietários da riqueza líquida - solapando, ao mesmo tempo, a confiança na moeda. A moeda e a confiança nela são fenômenos coletivos, sociais. Tenho confiança na moeda porque sei que o **outro** está disposto a aceitá-la como forma geral de existência do valor das mercadorias particulares, dos contratos e da riqueza. O metabolismo da troca, da produção, dos pagamentos, depende do grau de **confiança** na preservação da forma geral do valor, que deve comandar cada ato particular e contingente. A reprodução da sociedade fundada no enriquecimento privado depende da capacidade do Estado de manter a integridade da convenção social que serve de norma aos atos dos produtores independentes.

Se a relação entre os proprietários privados de riqueza ou, se quiserem, entre os centros independentes de produção é entendida a partir da idéia de que os interesses estão pré-reconciliados pela ação dos agentes, então as crises podem ser vistas como acontecimentos fortuitos ou anormais, provocados, por exemplo, pela ação desorganizadora do Estado. Tal mistificação formal supõe, portanto, que a socialização dos indivíduos privados, separados pela divisão social do trabalho, esteja garantida *a priori* e ancorada na racionalidade otimizada que ajusta os meios aos fins. Curiosamente, nessa versão extrema do individualismo, o indivíduo é transformado num autômato, num estrategista sem escolhas.

Se, ao contrário, o processo de socialização dos proprietários privados é visto como o resultado da **institucionalização** de uma rivalidade irreduzível entre proprietários de

riqueza, então é preciso reconhecer que as instituições que nascem do conflito são, elas mesmas, instáveis e sujeitas ao colapso e a reorganizações periódicas. A ordem monetária disciplina e dá sentido à rivalidade irreduzível que preside a busca do ganho privado. O comportamento “maximizador”, sem a moeda ou sem o constrangimento de suas normas, se transformaria numa guerra de todos contra todos. Mas, como a moeda, em si, é produto da luta encarniçada pela riqueza, também não está a salvo de rupturas periódicas que fazem a sociedade retornar a seu estado primitivo. A ordem monetária nacional é indissociável da soberania do Estado, e sua sobrevivência supõe que os litigantes privados acatem a moeda como uma convenção necessária para a reprodução do processo de circulação das mercadorias e de avaliação da riqueza.

Assim, para o bom andamento das coisas, os agentes privados têm de acreditar nessa convenção precária e transformá-la numa **âncora natural**, num centro de gravitação de suas decisões, girando como a Terra em torno do Sol. O comportamento rotineiro, diz o professor Aglietta, é produto da “ilusão monetária”, que torna possível à moeda cumprir simultaneamente suas funções de unidade de conta, meio de circulação e reserva de valor. Essa ilusão deve ser suficientemente enraizada para permitir o movimento de preços relativos e a operação de forças da oferta e da demanda. Se, por exemplo, empresários e trabalhadores tentam escapar à ilusão monetária, procurando fixar seus rendimentos em termos reais, por meio da indexação ou da referência a uma divisa estrangeira, estarão dando o primeiro passo para a hiperinflação e para a destruição da moeda. Essa trajetória poderá ser longa, como foi no Brasil, mas terminará inexoravelmente no colapso da ordem monetária.

As crises monetárias podem ser interpretadas sempre como rupturas nos critérios rotineiros de avaliação dos agentes econômicos quanto à conveniência de manter a posse da moeda como forma da riqueza. Nessas circunstâncias, as políticas monetária e fiscal do Estado sofrem uma grave restrição em sua capacidade de regular o comportamento dos centros privados de produção e acumulação de riqueza.

Não se deve esquecer que o suposto implícito do sucesso das políticas de estabilização reside na capacidade de sinalização, a longo prazo, e de convencimento do público quanto à correção do regime monetário e fiscal em curso. Se os agentes relevantes - ou seja, os protagonistas da cena econômica que tomam decisões relevantes quanto a preços e composição de riqueza em suas carteiras de ativos - ampliam o horizonte temporal durante o qual estão dispostos a não rever as decisões, há uma clara indicação de confiança no novo regime monetário-fiscal. Essa mudança no **estado de convenções** e de **expectativas** significa também, sobretudo no rescaldo de uma hiperinflação, que a moeda recuperou,

dentro do novo regime, suas funções cruciais de padrão de preços e contratos e de “medida” geral da riqueza e dos valores patrimoniais.

Indício claro dessa confiança e do novo estado de convenções seria, no caso brasileiro, a generalização progressiva dos contratos celebrados em termos nominais, isto é, em valores nominais. Mas, se as expectativas empresariais em relação ao futuro da economia – em particular quanto à solidez do novo padrão monetário - são pessimistas, as decisões de preços e a fixação de contratos tendem a incorporar salvaguardas ou mecanismos defensivos (expressos sobretudo no movimento para cima das taxas de juros nominais) para evitar perdas decorrentes de uma eventual desvalorização da moeda.

Nesse sentido, os anos de profunda instabilidade macroeconômica forjaram comportamentos próprios de um brutal encurtamento do horizonte temporal. Esse fenômeno expressou-se mediante a freqüente revisão das decisões de preços, a concentração de acumulação de riqueza nos instrumentos indexados e dotados de liquidez instantânea e, finalmente, para fins práticos, no desaparecimento do crédito. Tal situação limitava severamente os poderes da política monetária. A limitação se traduzia na incapacidade de construir um ambiente econômico que encaminhe as decisões privadas ao investimento produtivo e à fixação de preços fundada nos critérios de custo de produção e de margens “normais” de lucro.

Nas crises monetárias não só se rompe a unidade das funções da moeda, mas também se alteram as relações preexistentes entre moeda ativa e moeda inativa. Nas depressões acompanhadas das agudas deflações de preços, a dúvida recai sobre o valor dos ativos reais e dos bens cuja produção esses ativos facilitam.

Pode-se dizer, nesse caso, que a função da reserva de valor da moeda passa a absorver todas as demais. As funções de meio de circulação e meio de pagamento, a moeda em atividade no processo de reprodução e circulação do capital, cedem passo à moeda como forma absoluta de riqueza. “*A moeda é tudo, as mercadorias não são nada*”, dizia Marx no primeiro volume de “*O Capital*”

Nos processos hiperinflacionários, a moeda consegue sobreviver apenas em sua função de meio de circulação. Um outro ativo passa a servir de padrão de preços e de reserva de valor. A dúvida, nesse caso, atinge diretamente a moeda enquanto padrão adequado de referência de preços, contratos e avaliação da riqueza. A “desmonetização” é a contrapartida da fuga do dinheiro, já que os agentes privados não vêem nele um ativo dotado da propriedade de representar a riqueza por sua simples posse. No limite, a

demanda da moeda inativa baixa a zero, as mercadorias são tudo, a moeda não é nada. Isso significa a destituição do dinheiro do rol dos ativos da riqueza e acarreta a incapacidade da política monetária de atuar por meio das taxas de juros.

Duas conseqüências nascem dessa situação característica dos processos hiperinflacionários: primeira, a função de unidade de conta exercida pela moeda legal vai se tornando restrita aos mercados e ao público de menor informação, dotado de baixa capacidade de passar adiante a moeda em franca desvalorização. Segunda, não há como determinar um sistema de preços para os mercadorias e para os ativos da riqueza, porque desaparece o ativo geral que servia de padrão de referência para as avaliações e fixação de contratos.

A substituição por outro padrão de referência, como uma moeda estrangeira forte, corresponde à busca desesperada de proteção para a riqueza e para os contratos que sustentam sua posse. Mas a instabilidade cambial é, ela mesma, um componente fundamental da crise e a investidura das funções monetárias na divisa estrangeira, mantida a crise cambial e, portanto, a escassez de financiamento externo, pode transformar a hiperinflação numa formidável ressaca de liquidação dos ativos e de empregos. A dolarização corresponde, na verdade, ao desdobramento das crises de impotência do Estado, que culmina na destruição da moeda nacional.

Por isso, o fim das “grandes” inflações européias nos anos 20 e as reformas monetárias do segundo pós-guerra tiveram o amparo decisivo e insubstituível dos empréstimos externos de estabilização, o que permitiu fixar o câmbio nominal e regenerar a função primordial da moeda, a de unidade de conta.

Financiamento externo e estabilização

Em sua concepção essencial, o Plano Real seguiu o método básico utilizado para dar fim à maioria das “grandes inflações” do século 20: recuperação da confiança na moeda nacional, por meio da garantia de seu valor externo. A “âncora” foi, como é amplamente reconhecido na literatura, a **estabilização** da taxa de câmbio nominal, garantida por financiamento adequado em moeda estrangeira e/ou por um montante de reservas capaz de desestimular a especulação contra a paridade escolhida.

O programa obteve um sucesso inegável. Numa primeira etapa, a conversão dos salários pela média e a criação da URV desempenharam um papel importante na coordenação das

expectativas. Tais expedientes foram decisivos, de modo especial, para garantir informação de boa qualidade para os formadores de preços e para criar as condições de “conversão” dos contratos, eliminando-se, assim, as “causas” da indexação, já no momento em que foi executada a reforma monetária. A “desinflação” foi rápida.

O fator decisivo para a obtenção desse desfecho favorável foi a transformação dos países latino-americanos, de doadores de “poupança” em receptores de recursos financeiros. Isso foi possível graças à deflação da riqueza mobiliária e imobiliária observada já no final de 89, nos mercados globalizados. A recessão americana, que se prolongou a até meados de 1992, e o “estouro” da bolha especulativa japonesa exigiram grande lassidão das políticas monetárias com o propósito de tornar possível a digestão dos desequilíbrios correntes e no balanço patrimonial de empresas, bancos e famílias, atingidos pelo colapso do exuberante surto de valorização de ativos que se seguiu à intervenção salvadora de 1987

Ao estado quase depressivo dos mercados de qualidade e à situação de sobrelíquidez, causada por um período prolongado de taxas de juros muito baixas, juntou-se um quadro, nos “mercados emergentes” latino-americanos de estoques de ações depreciados, governos fortemente endividados e proprietários de empresas públicas privatizáveis distribuídas por vários setores da economia, além das perspectivas de valorização das taxas de câmbio e da manutenção das taxas de juros reais elevadas, em moeda forte, mesmo depois da estabilização.

Os países da periferia, até então submetidos às condições de ajustamento impostas pela crise da dívida, foram literalmente capturados pelo processo de globalização, executando seus programas de estabilização de acordo com as normas dos mercados financeiros liberalizados. Em primeiro lugar é preciso entender que a regra básica das estabilizações com abertura financeira é a da criação de uma oferta de ativos atraentes que possam ser encampados pelo movimento geral da globalização. Neste rol estão incluídos títulos da dívida pública, em geral curtos e de elevada liquidez; ações de empresas em processo de privatização; bônus e papéis comerciais de empresas e bancos de boa reputação; e, posteriormente, ações depreciadas de empresas privadas, especialmente daquelas mais afetadas pela abertura econômica e pela valorização cambial.

Diante da fragilidade intrínseca das moedas recém-estabilizadas estes ativos precisam prometer elevados ganhos de capital e/ou embutir prêmios de risco em suas taxas de retorno. Cria-se, assim, uma situação na qual a rápida desinflação é acompanhada por uma queda muito mais lenta das taxas nominais de juros. As taxas reais não podem ser reduzidas

abaixo de determinados limites estabelecidos pelos *spreads* exigidos pelos investidores estrangeiros para adquirir e manter em carteira um ativo denominado em moeda fraca, artificialmente valorizada.

Nos portfólios dos grandes investidores dos mercados globalizados os ativos oferecidos pelas economias com histórias monetárias turbulentas são naturalmente os ativos de maior risco e, portanto, aqueles que se candidatam em primeiro lugar a movimentos de liquidação, no caso de mudanças no ciclo financeiro. Independentemente do que possa ocorrer com o ciclo financeiro, os mercados emergentes também estão, em geral, mais sujeitos às alterações nas opiniões dos mercados quanto à sustentabilidade dos respectivos regimes cambiais. Isto significa que os seus processos de estabilização são indubitavelmente vulneráveis, em proporção direta ao grau de dependência do ingresso de recursos externos (déficit em conta corrente), estando sujeitos, ademais, a problemas de inconsistência dinâmica, como veremos a seguir. A estabilização conquistada nestas condições coloca-se sob ameaça permanente de ruptura.

Âncora cambial e estabilidade de preços

O Plano Real parecia caminhar para a fixação do câmbio, com conversibilidade plena em transações correntes e na conta de capital, em consonância com os supostos seguintes: 1) a experiência histórica demonstra que o regime de taxa fixa é um instrumento decisivo nas hiperestabilizações; 2) com certeza, os defensores da taxa fixa imaginaram que as novas condições de liquidez para os países emergentes seriam duradouras; assim, os necessários desequilíbrios em transações correntes poderiam ser, num primeiro momento, compensados pela entrada de capitais, dados os diferenciais de taxas de juros; 3) o compromisso duro e implacável com uma taxa fixa e o avanço da abertura comercial permitiriam a operação “da lei de um só preço”, reduzindo progressivamente os diferenciais de inflação e de taxas de juros entre o País e o Resto do Mundo, tornando cada vez mais importantes as expectativas de valorização dos ativos domésticos, enquanto forma de atração do capital forâneo.

Nesta visão, o “desaparecimento” do risco de desvalorização cambial aumentaria o grau de substituição entre ativos domésticos e ativos estrangeiros. Ou seja, a redução drástica do risco cambial determinaria uma maior integração entre o mercado financeiro nacional e o mercado internacional, melhorando, aos olhos dos investidores estrangeiros, a qualidade dos nossos ativos reprodutivos e dos títulos de dívida emitidos para possuí-los. Se assim fosse, dentro de um prazo razoável a ação dos novos investimentos e a melhoria

da eficiência imposta pela concorrência externa levariam à recuperação sólida da balança comercial e à redução do déficit em transações correntes.

Este regime iria requerer, como é reconhecido, a imobilização da política monetária, na medida em que as condições de liquidez da economia deveriam ser determinadas pelas flutuações das reservas cambiais que dão “cobertura” ao estoque de ativos domésticos líquidos. Esta escolha implica a aceitação do risco de ajustamentos recessivos e a deflação de preços quando mudam as condições de liquidez dos mercados financeiros externos ou quando ocorre uma deterioração dos termos de intercâmbio.

Os responsáveis pelo programa de estabilização brasileiro escolheram, no entanto, um regime de conversibilidade limitada, com taxas semifixas. Neste caso, e num ambiente internacional em que prevalece a livre movimentação de capitais, a taxa de juros deve necessariamente convergir de forma mais lenta para os níveis internacionais, uma vez que deve incorporar, além do risco País, a expectativa de desvalorização do câmbio.

Nos primeiros meses do programa, as autoridades permitiram uma forte valorização da taxa nominal de câmbio, provavelmente visando uma convergência mais rápida entre a taxa de inflação doméstica e a que prevalecia nos Estados Unidos. Isso ampliou o componente que, na formação da taxa de juros, está correlacionado com a expectativa de desvalorização do câmbio. As taxas de juros mais elevadas foram também utilizadas, no início do programa, para represar a “poupança” financeira e desestimular a procura de crédito por parte das famílias e das empresas.

Com a adoção do Plano Real, o Brasil estava, na verdade, abandonando as regras de um regime de moeda fiduciária não conversível e taxa real de câmbio fixada pelo Banco Central. Estas pareciam ser regras apropriadas para uma economia periférica dotada de um elevado grau de industrialização, sustentado, há décadas, por níveis de proteção muito elevados. O Plano Real, observado deste ângulo, teria sido uma tentativa de colocar a economia brasileira sob a disciplina imposta, primeiro, por um regime de conversibilidade restrita, financeira e comercial, para depois, provavelmente, avançar na trilha de uma conversibilidade plena. Não se tratava, portanto, apenas de obter a estabilidade de preços, mediante a utilização clássica da “âncora” cambial. O objetivo parece ser mais amplo: estávamos diante de um projeto de desenvolvimento liberal que supõe a convergência relativamente rápida das estruturas produtivas e da produtividade da economia brasileira na direção dos padrões “competitivos” e “modernos” das economias avançadas.

Tal estratégia de desenvolvimento, em geral associada às recomendações do Consenso de Washington e adotada pelos governos da América Latina, está apoiada em quatro supostos: 1) a estabilidade de preços cria condições para o cálculo econômico de longo prazo, estimulando o investimento privado; 2) a abertura comercial (e a valorização cambial) impõe disciplina competitiva aos produtores domésticos, forçando-os a realizar ganhos substanciais de produtividade; 3) as privatizações e o investimento estrangeiro removeriam gargalos de oferta na indústria e na infra-estrutura, reduzindo custos e melhorando a eficiência; 4) a liberalização cambial, associada à previsibilidade quanto à evolução da taxa real de câmbio, atrairia poupança externa em escala suficiente para complementar o esforço de investimento doméstico e para financiar o déficit em conta corrente.

Subitamente a economia brasileira - sob inspiração desse ideário - foi colocada diante da seguinte realidade, inédita no pós-guerra: redução drástica da proteção efetiva - provocada pela queda de tarifas associada a uma forte sobrevalorização do câmbio - e taxa real de juros muito alta.

Diante dessas condições, houve quem se arriscasse a prever uma trajetória recessiva da economia já nos primeiros dias de vida do plano. Isto não aconteceu.

Em primeiro lugar, a queda do imposto inflacionário aumentou o poder de compra dos assalariados. Dado o baixo nível de endividamento preexistente, tanto das famílias quanto das empresas, a rápida reabilitação do crédito - apesar das taxas de juros elevadas - provocou um salto na demanda agregada. Além disso, a queda das taxas de juros nominais e o fim da indexação provocaram, como era esperado, uma recomposição, na margem, da riqueza privada em detrimento das aplicações financeiras “defensivas” e em favor do consumo de duráveis e da posse de ativos reais.

Em resumo: o forte surto de crescimento observado nos primeiros meses do Real, é sabido, ocorreu basicamente pelas seguintes razões: 1) o fim do “imposto inflacionário” que incidia sobre a massa de salários e demais rendimentos imperfeitamente indexados, particularmente dos estratos sociais de baixa renda, que não dispunham de acesso aos mecanismos de proteção contra a inflação elevada; 2) a queda nominal das taxas de juros sobre as aplicações financeiras - até então destinadas a proteger os saldos líquidos contra a corrosão inflacionária; 3) e a recuperação do crédito de curto prazo para a produção corrente e para o consumo.

Tudo isso, de fato, impulsionou prontamente a demanda nominal, sem nenhum efeito sobre os preços dos bens transacionáveis. A inflação residual, no período de “pressão de

demanda”, sobreviveu basicamente por conta dos preços dos serviços. Era previsível, de outra parte, que esse “salto” do consumo e da produção corrente - numa situação de taxa de câmbio real valorizada - ganhasse intensidade suficiente para produzir déficits na balança comercial e em transações correntes.

Ao mesmo tempo, estavam sendo ativadas forças” negativas”, emanadas do aprofundamento da abertura comercial, da valorização da taxa de câmbio e das taxas reais de juros elevadas. Estas forças exerceram um efeito perverso sobre o custo de uso do capital existente, incitaram a “racionalização” defensiva, com cortes de custos das empresas, o que promoveu uma permanente redução de postos de trabalho nos setores submetidos à concorrência dos produtores estrangeiros.

A inconsistência da política de câmbio e juros

A combinação entre câmbio valorizado e juros altos, mantida a ferro e a fogo, lançou a economia brasileira numa trajetória de crescimento medíocre durante os últimos quatro anos.

Como já foi dito, o atual regime cambial e monetário vem causando a disrupção das cadeias produtivas em vários setores da indústria, sobretudo nas áreas da metalmeccânica (com destaque para autopeças e bens de capital), eletro-eletrônica, química. A perda de elos nestas cadeias significa a redução do valor agregado para um mesmo valor bruto da produção, o que, na prática, significa a eliminação de pontos de geração de renda e de emprego. Em segundo lugar, este arranjo entre câmbio e juros afeta de maneira negativa a distribuição setorial do investimento, porquanto prejudica a instalação da nova capacidade para a produção de bens transacionáveis. Os dados do governo sobre o investimento direto estrangeiro mostram uma concentração, nada surpreendente, nos setores mais “protegidos”, particularmente nos serviços e nas áreas em processo de privatização.

Finalmente, este modelo de estabilização vem acompanhado de um crescimento bastante rápido do passivo externo da economia. Mas ao contrário do processo de endividamento dos anos sessenta e setenta, que financiou, direta e indiretamente, projetos destinados a substituir importações e/ou a estimular as exportações, a nova etapa de **dependência** do financiamento externo aumentou consideravelmente a vulnerabilidade da economia brasileira a um choque externo.

Na verdade, o uso abusivo da âncora cambial e dos juros elevados desestimulou os projetos voltados para as exportações, promoveu um “encolhimento” das cadeias

produtivas - afetadas por importações “predatórias” - e aumentou a participação da propriedade estrangeira no estoque de capital doméstico. Esses são fatores que estão levando a um agravamento estrutural do desequilíbrio externo. Esses efeitos de longo prazo sobre o balanço de pagamentos têm sido ignorados pelos que apóiam o governo, no debate travado com os críticos.

Ajuste fiscal e desajuste externo

Em tese, é correta a afirmação de que a utilização da âncora cambial deveria ser temporária e que a estabilização definitiva só poderia ser alcançada mediante um ajustamento fiscal consistente do ponto de vista intertemporal. Na opinião dos mercados financeiros, os países com tradição de inflação alta e frequentes desarranjos monetários precisariam oferecer, por algum tempo, a garantia de um superávit fiscal estrutural, ainda que seja admitido o aparecimento de déficits temporários, determinados pelas flutuações cíclicas da economia.

É conhecida a dificuldade de se estimar, em meio a uma inflação muito elevada, a real situação financeira do setor público, porquanto um dos efeitos da inflação, mesmo com indexação generalizada mas sempre imperfeita, é o de dificultar o cálculo do valor que o estoque de dívida e os fluxos de receita (engordados pelas receitas financeiras do *float*) e de despesa, assim como os custos reais do endividamento, terão depois de estabilizada a moeda. Assim, por exemplo, os pagamentos de salários ao funcionalismo cresceram rapidamente em termos reais como decorrência de aumentos concedidos pouco antes da queda vertiginosa das taxas de inflação e, portanto, da redução do imposto inflacionário. Isto também é válido, obviamente, para outras despesas cujo valor nominal era indexado de forma muito imperfeita aos índices de preços. No caso brasileiro, o efeito Tanzi sobre as receitas do governo parece ter sido menos importante do que em outros países, porque a longa convivência com a inflação elevada foi promovendo uma indexação mais apropriadas das rendas do Estado.

Assim, apesar do governo contar com a possibilidade de contingenciar despesas via redução das transferências vinculadas (e.g. via “Fundo Social de Emergência”) a suspeita de inexistência de uma situação fiscal pelo menos próxima àquela considerada ideal deixou a estabilização a cargo da sobreutilização da taxa de câmbio nominal e das taxas de juros elevadas como instrumentos da desinflação rápida. Como já foi dito, o Banco Central permitiu uma apreciação nominal “excessiva” do real nos primeiros dois meses do plano.

Como era de se esperar, a rápida acumulação de reservas - temporariamente interrompidas por ocasião das crises do México e do Sudeste Asiático - e as taxas de juros reais - que se elevaram desmesuradamente depois de tais episódios, caindo muito gradualmente depois - provocaram um crescimento acelerado da dívida pública, ampliando a fragilidade financeira em todas as esferas de governo. Isto aconteceu a despeito da elevada taxa de crescimento do produto e da receita de impostos, elevando, ao longo dos últimos quatro anos, a carga tributária bruta de cerca de 22% em 1994 para algo em torno de 30% do PIB em 1998.

O desequilíbrio fiscal tornou-se ainda mais profundo quando o governo - acossado pelo déficit da balança comercial projetado para 1995 - tomou severas medidas quantitativas de restrição ao crédito, provocando uma rápida desaceleração do crescimento do produto e da renda. Estas medidas foram tomadas no auge de um ciclo curto de crédito e com as taxas de juros para o tomador final em rápida elevação. O resultado não poderia ser outro senão o surgimento de níveis de inadimplência muito acima da média histórica, atingindo em cheio o sistema bancário, já fragilizado pela perda das receitas inflacionárias. Os efeitos da inflexão de trajetória da economia sobre as finanças públicas não se restringiram nem se restringem à perda de receita de impostos, mas podem se refletir em intervenções de alto custo do Banco Central no sistema bancário. Estas mesmas circunstâncias agravaram o desequilíbrio financeiro dos Estados, que ingressaram numa etapa de penúria de recursos e de crescimento insuportável dos estoques da dívida mobiliária e contratual.

A renegociação levada a cabo em 1997 entre a União e os Estados ainda deixou para as unidades da Federação encargos relativos ao serviço da dívida que, a despeito de terem sido calculados como percentuais da receita tributária líquida, podem se tornar muito pesados em tempos de recessão. Resta saber se os governadores estarão dispostos a doses ainda maiores de “austeridade” para cumprir estes compromissos.

Para solver estes graves desequilíbrios financeiros e patrimoniais, que nasceram da forma de execução do plano de estabilização, o governo teria que reduzir mais rapidamente as taxas de juros. Mas, dada a nossa dependência dos mercados financeiros globalizados, os gestores da política monetária estão obrigados a respeitar o diferencial de juros requerido pelos que adquirem e mantêm em suas carteiras ativos denominados em reais. Num certo sentido, a prudente recusa brasileira em adotar o esquema de “convertibilidade” com taxa de câmbio fixa (modelo argentino), mantendo, portanto, a possibilidade de desvalorização, vem acarretando a permanência de diferenciais de juros muito elevados e uma tendência crônica à valorização cambial, com todas as dificuldades que isto acarreta para a administração fiscal e monetária, para o balanço de pagamentos e, finalmente, para o crescimento da economia.

É curioso, diante disso, que os defensores do atual regime cambial tivessem tentado invocar - pelo menos até há algum tempo atrás - a emergência de uma “nova configuração macroeconômica” para afirmar a adequação do nível vigente da taxa real de câmbio. Ignoravam que a atual configuração macroeconômica é - ela mesma - produto do regime cambial. Talvez pretendessem afirmar que a estabilização teria provocado um tal aumento de confiança nos mercados financeiros, a ponto de assegurar um fluxo permanente de financiamento externo de boa qualidade. Isto justificaria a “apreciação” cambial e tornaria insubsistentes os temores quanto à evolução do déficit comercial e do desequilíbrio em transações correntes. Desde que este último não ultrapasse certos limites (4% do PIB?), seriam infundadas as apreensões quanto aos riscos de interrupção dos influxos de capitais.

Esta suposição ignorou sistematicamente três questões importantes: 1) a possibilidade de mudanças nas condições financeiras internacionais; 2) a sensibilidade dos mercados em relação à situação dos países deficitários e devedores, particularmente àqueles chamados de “mercados emergentes”; 3) o risco latente de uma fuga do **real**, diante da desproporção entre a massa de ativos domésticos líquidos e as reservas em divisas do País.

Não é preciso dizer que desde a crise asiática do final de 1997 e, sobretudo, depois do colapso da Rússia, vem se reduzindo a disponibilidade de financiamento e de capitais para os países em desenvolvimento. É verdade que a experiência tem demonstrado que os *spreads* entre taxas de juro dos títulos do governo americano e aqueles pagos pelos países “emergentes” tendem a recuar depois de uma elevação desmesurada na etapa aguda da crise de liquidez e desconfiança. Mas dificilmente o recuo é suficiente para recolocar os diferenciais de juros naqueles patamares que prevaleciam antes da turbulência.

A atual calma dos mercados também não deve excluir a possibilidade de novas ocorrências nos mercados de ativos, sobretudo naqueles que vêm ainda apresentando fortes surtos de capitalização, como é o caso dos mercados americanos de valores mobiliários.

Por isso, e a despeito de um eventual recuperação das reservas cambiais, sustentada pelo acordo com o FMI, os mercados futuros de câmbio e juros ainda continuam revelando uma grande sensibilidade diante de alterações, mesmo ligeiras, nas condições de financiamento externo, sejam elas decorrentes de um saldo negativo, em dias consecutivos, nos mercados de câmbio, da concentração de amortizações num determinado mês, ou de uma tendência à elevação do déficit na conta de comércio. A opinião dos mercados a respeito da inadequação da taxa de câmbio vigente parece clara, revelando um déficit de confiança.

Este déficit de confiança é agravado pela percepção de que o atual regime cambial e monetário gera endogenamente um desequilíbrio crescente entre o volume de reservas e a

massa de ativos financeiros domésticos, inflados pela elevada taxa interna de juros. O problema é que esses ativos ainda mantêm a característica de quase-moedas, e apesar dos esforços das autoridades não foi possível mudar essencialmente as relações entre o Banco Central e o sistema bancário no que respeita ao giro e à liquidez dos títulos públicos.

Essa característica dos mercados de dívida pública foi acentuada depois da crise asiática e do colapso da Rússia. A crescente incerteza dos investidores quanto às flutuações bruscas nos preços, com risco de enormes prejuízos para os que se dispõem a carregar os títulos do governo, forçou os administradores da política monetária a aceitar progressivamente a substituição de papéis prefixados por pós-fixados. Isto foi feito simultaneamente à dolarização de um outra fração importante da dívida pública interna, expediente destinado a oferecer proteção para os que mantêm passivos denominados em dólares. Como costuma ocorrer em situações como essa, em que predominam a incerteza e a desconfiança agudas, os agentes privados passam ou tentam passar para o governo, mais uma vez, o “risco de taxa de juros” e o risco de uma eventual desvalorização do câmbio.

Depois da crise da Rússia e do acordo com o FMI, o governo promete uma recessão cujo propósito é o de recuperar a confiança dos investidores internacionais, mantendo inalterado o regime cambial. O destino nos reservará, portanto, o privilégio de uma crescente dependência do financiamento em moeda estrangeira. Isto significa, na verdade, fazer um ajustamento drástico, cujo único resultado será a ampliação, ou na melhor das hipóteses, a manutenção, da extrema fragilidade da economia brasileira diante de distúrbios financeiros internacionais.

Nestas condições, é legítima a preocupação dos críticos com a necessidade periódica da política econômica - para sustentar o câmbio valorizado - promover a desaceleração da economia ou mesmo provocar uma recessão para conter a desconfiança dos investidores, diante do mau comportamento recorrente e previsível do déficit comercial e do saldo negativo em conta corrente.

Resumindo, para terminar, tudo indica que continuaremos sujeitos ao mesmo “círculo vicioso” que comandou a economia brasileira nos últimos quatro anos: a) crescimento lento, abaixo das potencialidades da economia; b) câmbio real valorizado e (baixo) dinamismo das exportações; c) queda nos níveis de proteção efetiva e déficit da balança comercial; d) expectativa de desvalorização e manutenção de diferenciais elevados entre as taxas de juros domésticas e as internacionais; e) taxas de juros reais muito altas e desequilíbrio das contas públicas; f) incapacidade de estabilizar a relação dívida/ PIB, com a conseqüente realimentação da “incerteza” nos mercados financeiros.

