

Do obituário do Plano Real às condições de sustentabilidade da estabilização econômica

*Fernando Ferrari Filho**

“As (...) imperfeições da sociedade econômica em que vivemos estão relacionadas às suas falhas em promover o pleno emprego e à sua arbitrariedade e injustiça em distribuir riqueza e renda”.

John Maynard Keynes

Como era de se esperar, face à sua crescente fragilidade externa, consequência da equivocada política cambial implementada ao longo do Plano Real, que fez com que o Governo ficasse refém da “armadilha do câmbio”,¹ a economia brasileira tornou-se a “bola da vez” no cenário da crise cambial-financeira internacional: no início do ano, as reservas internacionais reduziram-se para valores considerados críticos, as taxas de juros elevaram-se estratosféricamente, e a taxa de câmbio foi desvalorizada abruptamente. Os desdobramentos da crise cambial-financeira brasileira foram, por um lado, a mudança de rumo da política econômica e, por outro, a substituição daqueles

* Professor titular do Departamento de Economia da Universidade Federal do Rio Grande do Sul e Diretor do Centro de Estudos e Pesquisas Econômicas da referida instituição.

¹ Como se sabe, a sobrevalorização da taxa de câmbio e a abertura comercial, alicerces do Plano Real, resultaram em desequilíbrio crônico no balanço de pagamentos — no início do Plano Real, o déficit do balanço de pagamentos em transações correntes era de cerca de US\$ 1,7 bilhão, ao passo que, no final do ano passado, o referido déficit foi de aproximadamente US\$ 36,0 bilhões. Este, por sua vez, era financiado pelo ingresso de capital internacional volátil, atraído pela elevada taxa de juros doméstica. A contrapartida da taxa de juros elevada foi o desequilíbrio do setor público e o crescimento da dívida pública. As consequências dessa configuração de política econômica fizeram com que o País aumentasse sua fragilidade financeira externa. Pois bem, com a crise financeira internacional,

que vinham, até então, executando a política econômica no período “pré-bola da vez”. Nesse sentido, a nosso juízo, não há dúvidas de que o obituário do Plano Real foi anunciado nas manchetes dos diversos meios de comunicação em janeiro passado. Por quê? Primeiro, porque a âncora cambial, principal alicerce do Plano Real, se tornou uma “bóia flutuante”. Segundo, pelo fato de que, as saídas de Gustavo Franco e Francisco Lopes, somadas às saídas de Edmar Bacha, André Lara Resende e José Mendonça de Barros em passado recente, denotam que o ciclo do poder econômico daqueles que elaboraram e executaram o Plano Real chegou ao fim.

Apesar de entendermos que o Plano Real acabou, isso não quer dizer, necessariamente, que a economia brasileira está fadada a trilhar, parafraseando os Beatles, uma *long and winding road* estagflacionista, então observada nos anos 80 e, parcialmente, nos 90. Em outras palavras, o fim do Plano Real abre, em nosso ponto de vista, perspectivas para que a estabilidade monetária, ao contrário do que estava ocorrendo, visto que a estabilização de preços vinha conduzindo a economia para uma situação de equilíbrio de *steady state* com desemprego, viabilize, a médio e longo prazos, o crescimento econômico auto-sustentado. A propósito, nunca é demais lembrar que quaisquer que sejam as matrizes teóricas dos planos de estabilização monetária, a estabilidade da moeda somente tem sentido se ela, ao permitir que os agentes econômicos continuem confiando nas relações contratuais expressas em unidades monetárias, viabiliza os processos de produção, circulação e distribuição da atividade econômica.

Por mais que tenhamos ciência de que a complexidade do atual quadro da economia brasileira limita os raios de manobra da política econômica com vistas à superação da crise, gostaríamos, contudo, de apresentar um conjunto de propostas que, entendemos, possam manter sob controle o processo inflacionário e, ao mesmo tempo, viabilizar a retomada do crescimento e do desenvolvimento econômicos.

surgiram, então, dificuldades para se financiar o desequilíbrio externo com compromissos em moeda estrangeira de curto prazo, denotando, assim, o esgotamento da política de financiamento do real sobrevalorizado. Nesse sentido, as expectativas dos agentes econômicos em relação à iminente crise cambial manifestaram-se, o que fez com que nossa economia passasse a sofrer recorrentes ataques especulativos. O resultado desses ataques foi a redução drástica das reservas cambiais — em agosto do ano passado, elas se encontravam em torno de US\$ 72,0 bilhões, ao passo que, em janeiro, elas, excluídas as liberações das parcelas emergenciais do acordo externo do Brasil com o Fundo Monetário Internacional e a comunidade financeira internacional, eram de cerca de US\$ 28,0 bilhões — o que levou, por conseguinte, o Governo a abandonar, de vez, a política de “âncora cambial”.

Para que tais objetivos sejam alcançados, o Governo deve centrar suas atenções tanto em questões de curto prazo, tais como políticas cambial e monetária, quanto nas questões estruturais que propiciem (a) a redução da dívida pública e, por conseguinte, o controle do déficit público, imprescindíveis para sinalizar a confiança dos agentes econômicos quando de suas decisões de gastos, e (b) a adequação da demanda efetiva à capacidade produtiva da economia.

Antes de centrarmos as atenções em nossas propostas, é importante a lembrança de que experiências passadas de políticas de estabilização no Brasil têm mostrado que, quando as âncoras nominais, essenciais para debelarem inflações elevadas, são abandonadas, o processo inflacionário volta a se manifestar e, via de regra, sempre com mais dinâmica. Nesse sentido, com o abandono da âncora cambial, em janeiro passado, e, desse modo, com a desvalorização cambial, o *overshooting* da taxa de câmbio e o impacto do mesmo, subentende-se pressão sobre a taxa de inflação, eram previsíveis. Assim sendo, a questão que se apresenta no presente momento é a seguinte: como deverá se comportar a natureza inflacionária no período pós-âncoragem cambial? A resposta para a referida pergunta está relacionada às questões de curto prazo, quais sejam, operacionalização de políticas cambial e monetária. Em outras palavras, diante dessa nova realidade, como o Governo deve acionar as políticas cambial e monetária?

No que diz respeito à política cambial, partindo do pressuposto de que, por mais que se tenha um impacto imediato da desvalorização cambial sobre os preços, não devemos ter temor de que a inflação fique fora de controle², a equipe econômica deve sinalizar ao mercado a “mão visível” do Banco Central para que a taxa de câmbio encontre o mais rápido possível o seu ponto de equilíbrio³. Por quê? Porque, uma vez que cerca de 20,0% da dívida pública é indexada à variação cambial, caso o Governo não consiga estabilizar a taxa de câmbio, o custo financeiro de sua dívida lastreada em correção cambial pressio-

² Em um contexto no qual (a) a economia está formalmente desindexada, (b) a atividade econômica encontra-se em recessão, (c) a abertura comercial reduziu o poder de oligopólio das empresas e (d) os sindicatos, face ao crescimento da taxa de desemprego, perderam poder de barganha para reivindicar aumentos salariais, é pouco provável que a inflação volte a se perpetuar e dinamizar, conforme passado recente.

³ Para efeito de cálculo, se considerarmos que a taxa de câmbio de equilíbrio era a taxa de câmbio que começou a vigorar no início do Plano Real, qual seja, R\$ 1,00/US\$ 1,00, então, tendo-se como referência o diferencial entre as inflações externa (IPA norte-americano) e interna (média dos principais índices de preços do País, entre os quais, IGP-DI/FGV e IPC/ FIPE) durante o período ago./94-fev./99, a taxa de câmbio de equilíbrio, ponderada pela razão dos preços relativos, deverá situar-se em torno de R\$ 1,70/US\$ 1,00.

nará, ainda mais, o desequilíbrio do setor público. Em relação à prática da política monetária, ao contrário da sistemática de manutenção de taxa de juros estratosférica, cujo argumento da equipe econômica, diga-se de passagem, é bastante questionável,⁴ a redução da taxa de juros é condição *sine qua non* para (a) sinalizar a retomada do investimento produtivo na economia e (b) reduzir o custo de rolagem da dívida pública. Além do mais, em termos teóricos, é importante salientar que, pela teoria da paridade da taxa de juros⁵, não há motivos para se ter uma taxa de juros estratosférica, visto que a expectativa de desvalorização cambial, por parte dos agentes econômicos, foi consideravelmente reduzida com a desvalorização da taxa de câmbio, e o Risco Brasil, via de regra associado à inconsistência intertemporal do equilíbrio do setor público, foi reduzido, pois as propostas do Governo de reformas previdenciária e patrimonial, dentre outras, estão sendo aprovadas no Congresso Nacional.

No que diz respeito às questões estruturais, deve-se salientar que o controle do déficit público será alcançado tão-somente se, por mais que se (a) racionalize os gastos correntes do Governo, (b) combata a sonegação fiscal, (c) aprove uma reforma tributária que amplie a abrangência da incidência fiscal em consonância com a eficácia alocativa do sistema tributário sob a ótica distributiva, (d) solucione o déficit atuarial da previdência e (e) realize a reforma patrimonial⁶,

⁴ Segundo a equipe econômica, os juros de curto prazo devem ser mantidos elevados, seja para evitar a fuga de capitais, seja para conter a demanda e, por conseguinte, o aumento de preços. A nosso juízo, a argumentação da equipe econômica é inconsistente, pois, por um lado, por mais que as taxas de juros reais tenham sido significativamente elevadas ao longo dos últimos meses, mais especificamente entre agosto do ano passado e fevereiro de 1999, as reservas cambiais caíram cerca de US\$ 40,0 bilhões. Por outro, é difícil acreditar que, em uma economia que se encontra em recessão, exista excesso de demanda por consumo para pressionar a dinâmica de preços.

⁵ Pela teoria da paridade da taxa de juros, o diferencial entre as taxas de juros interna e externa ocorre devido à expectativa de variação cambial e ao risco do país. Matematicamente, $i = i^* + (E^e - E)/E + \mu$, em que i é a taxa de juros interna, i^* é a taxa de juros externa, E^e é a taxa de câmbio esperada, E é a taxa de câmbio e μ é o risco do país.

⁶ Nesse particular, é importante salientar que, por mais que a reforma patrimonial seja um instrumento para se eliminarem as práticas assistencialistas e corporativistas que tão-somente criam disfunções econômico-sociais no Estado, a privatização, visando reduzir o estoque da dívida pública, não equaciona o déficit público, visto que a receita auferida pela venda do patrimônio público rende muito menos do que a União paga em termos de juros que incidem sobre o estoque de sua dívida. Além do mais, o processo de privatização em nosso País tem sido peculiar, seja porque, em muitos casos, há uma transferência do monopólio público para monopólio privado, seja porque o sistema financeiro oficial — BNDES, por exemplo — vem “financiando” para o setor privado o custo de aquisição das empresas públicas. Nesse sentido, a questão não é privatizar ou não, mas, sim, definido o que privatizar, como privatizar e o que fazer com a receita obtida pela privatização.

houver o alongamento do perfil da dívida pública do Governo⁷. Por quê? Porque, como se sabe, o déficit público nominal é predominantemente financeiro. Nesse sentido, para que se possa controlar o déficit público, torna-se necessário, além de uma redução imediata da taxa de juros, fundamental para reduzir o fluxo de rolagem da dívida pública, instituir uma tributação regressiva sobre as aplicações financeiras: as aplicações de curto prazo passariam a pagar mais impostos e, por conseguinte, teriam menos rentabilidade, ao passo que as aplicações de médio e longo prazos passariam a pagar menos impostos e, portanto, teriam um maior prêmio em relação à preferência pela liquidez.

Em um contexto de economias globais integradas, a articulação de uma política industrial é de essencial importância para que a inserção da economia brasileira na economia internacional ocorra de forma (a) a absorver as revoluções tecnológica e estrutural em curso e (b) a atrair a participação do capital estrangeiro nos investimentos produtivos. Para tanto, são necessários, a curto prazo, a revisão da política comercial brasileira — subentende-se uma adoção de tarifas seletivas que privilegiem as importações de bens de capitais, preterindo, como contrapartida, as importações de bens de consumo — e a abertura das linhas de crédito do BNDES para financiar os investimentos produtivos. A médio e longo prazos, políticas de pesquisa e desenvolvimento (P&D), articuladas pelos governos, centros de pesquisas e unidades empresariais, são imprescindíveis para que os ganhos de produtividade ocorram. Com essas medidas, entendemos que são criadas as condições para que os *bottlenecks* de demanda efetiva não sejam reiteradamente observados e a economia brasileira tenha uma inserção autônoma na economia internacional.

Essas são, a nosso juízo, as medidas que devem fazer parte da estratégia econômica de agora em diante, uma vez que os *economic fundamentals* do Plano Real deixaram de existir em janeiro passado. A sustentabilidade da estabilização econômica não pode prescindir da (a) intervenção do Banco Central no mercado de divisas, (b) redução da taxa de juros, (c) recuperação da capacidade de poupança do setor público e (d) implementação de uma política industrial. Esperamos, portanto, que o Governo, a partir de agora, deixe de ser despótico em suas formas de pensar e agir e entenda que a realidade da nossa economia exige mudanças de política econômica. Em outras palavras, a sociedade brasi-

⁷ Cabe ressaltar que a razão dívida pública/PIB no Brasil é relativamente baixa, em torno de 40,0%, quando comparada a de outros países. O problema, contudo, encontra-se no fato de que a condição de rolagem de nossa dívida é realizada em prazos de curtíssimo horizonte, exigindo, assim, taxas de juros cada vez mais elevadas.

leira anseia que as medidas econômicas a serem adotadas para enfrentar a crise possam, além de restabelecer a confiança dos agentes econômicos no real, amenizar e, se possível, reverter os desajustes macroeconômicos do País, quais sejam, recessão, desemprego, deterioração fiscal e fragilidade externa.