

A crise do Plano Real

ANDRÉ LUIZ NASSIF

O Plano Real deve ser reconhecido como o mais bem-sucedido programa de estabilização econômica no Brasil, depois de quase duas décadas de inflação crônica e sucessivas tentativas frustradas de reduzi-la. Além de ter conseguido reverter radicalmente as tendências de hiperinflação em curso na economia brasileira, o outro principal mérito do programa foi ter eliminado a indexação dos rendimentos (salários, lucros e juros) à inflação passada, mecanismo que acabara se revelando perverso porque, ao acelerar a taxa de inflação ao longo do tempo, impunha perdas significativas de rendas reais à maior parte da sociedade brasileira e agravava ainda mais os históricos problemas da distribuição de renda no país.

O êxito do programa dependeu de três fatores fundamentais: o aprofundamento da abertura comercial; a rápida liberalização financeira externa da economia, cujo ponto culminante já havia sido alcançado, em 1992, com a autorização para que investidores institucionais de outros países pudessem realizar operações nos mercados de ações e de renda fixa brasileiros; e a utilização da taxa de câmbio nominal (câmbio semifixo) como principal âncora do programa de estabilização de preços relativos.

Evidentemente, as autoridades econômicas deveriam estar cientes dos riscos resultantes da combinação desses instrumentos de política econômica. O principal deles é que, embora as restrições impostas à variação da taxa de câmbio

nominal não fossem preocupantes nos anos iniciais da estabilização, elas poderiam trazer sérios problemas nas etapas seguintes.

Com efeito, a apreciação da moeda nacional em termos reais (isto é, descontadas as taxas de inflação interna e internacional), ao reduzir a competitividade externa da economia, acabou aumentando significativamente os déficits na balança comercial e potencializando indiretamente os déficits das transações correntes, induzindo nos agentes econômicos expectativas desfavoráveis quanto à possibilidade de que tais resultados pudessem continuar sendo financiados por capitais estrangeiros. Por isso é que diversos analistas nacionais e internacionais alertavam para a necessidade de se corrigir a defasagem cambial de uma só vez e num momento em que os mercados internacionais estivessem estáveis.

Na verdade, as autoridades monetárias brasileiras pareciam apostar que tanto o ajuste fiscal quanto a estabilização financeira internacional pudessem ser assegurados. Infelizmente, como a realidade acabou por demonstrar, nenhum dos dois requisitos necessários para a manutenção da política cambial brasileira ocorreu na prática.

O curioso é que, mesmo depois da crise asiática e já estabilizadas as expectativas inicialmente desfavoráveis que haviam acarretado fuga de capitais do Bra-

sil, não houve um comprometimento maior por parte do Governo brasileiro no sentido de restaurar o equilíbrio das contas públicas e flexibilizar o mercado cambial, num momento em que todos os dados indicavam grande vulnerabilidade externa da economia brasileira. Ou seja, dados os desequilíbrios dos "fundamentos econômicos", em 1997 já estavam criadas todas as condições para que o real sofresse um ataque especulativo.

Os riscos altíssimos de que uma intervenção cambial corretiva acabasse provocando a desestabilização total do mercado de câmbio, recentemente apontados por Paul Krugman, acabaram se confirmando para o caso do Brasil. Haja vista a perda de credibilidade da política governamental e o risco de *default* interno e externo, para os investidores internacionais, as taxas de juros reais domésticas, por maiores que fossem, passaram a não mais compensar as expectativas futuras quanto à possibilidade de desvalorizações incessantes da moeda nacional.

Nesse momento de forte instabilidade, não restam muitas opções quanto à escolha da política cambial mais conveniente para o país. Em princípio, como tem insistido Rudiger Dornbusch, o regime de *currency board* pareceria ser a única solução viável para restaurar a credibilidade da moeda nacional, uma vez que a variação da oferta monetária ficaria totalmente atrelada à mudança do volume de reservas. No entanto, dada a grande

desproporcionalidade entre o tamanho do PIB e o volume de reservas internacionais, esse regime só seria aplicável no Brasil se anjos americanos despejassem bilhões de dólares nos cofres do Banco Central.

Assim sendo, a insistência do Banco Central em se manter fora do mercado de câmbio, preservando, por enquanto, o regime de taxas flexíveis, não deve ser entendida como apenas defensiva, mas principalmente como a única alternativa que lhe resta a curtíssimo prazo. Afinal, é extremamente elevado o risco de que, na tentativa de restaurar o equilíbrio do mercado de câmbio, intervenções do Banco nesse momento acabem transformando a crise brasileira atual em "apto realizável", cuja consequência nefasta seria o esgotamento total do nível de reservas internacionais do país.

O problema é que tampouco a livre flutuação das taxas cambiais poderá ser garantia de que o mercado alcance um ponto de equilíbrio a curto prazo. Afinal, a maior pressão da demanda relativamente à oferta de divisas vem forçando paulatinamente a taxa de câmbio para cima, impedindo a reversão das tendências em curso de *overshooting*.

É duro constatar que, depois de vários anos de estabilidade, o único instrumento disponível para impedir o recrudescimento da inflação crônica seja a prática de juros reais elevadíssimos, ainda que isso implique maior depressão econômica e desemprego.

ANDRÉ LUIZ NASSIF é professor de economia internacional na Universidade Veiga de Almeida e na Unisinos (RS).

Havia a necessidade de se corrigir a defasagem cambial