

**FORUM NACIONAL**

**João Paulo dos Reis Velloso**  
(Coordenador)

**Mario Henrique Simonsen**  
**Affonso Celso Pastore e Maria Cristina Pinotti**  
**Antonio Barros de Castro**  
**Roberto Teixeira da Costa**  
**Raul W. R. Velloso / Eduardo Augusto Guimarães**  
**Edward J. Amadeo / Regis Bonelli**  
**José Pastore / Jorge Jatobá / Claudio Salm**  
**Maria Cristina Cacciamali / Claudio R. Frischtak**

---

**O REAL  
E O FUTURO  
DA ECONOMIA**

---

**JOSÉ OLYMPIO**  
**EDITORA**

# Estabilizar e crescer: o paradoxo do desajuste na estabilidade

*Antonio Barros de Castro*<sup>1</sup>

---

1. Professor da Faculdade de Economia e Administração (FEA) – Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ).

## INTRODUÇÃO

A SUCESSÃO DE FRACASSOS nas tentativas de estabilização e a consciência de que a inflação havia adquirido inércia levaram muitos a propor que o ataque à inflação alta e crônica deveria se fazer de maneira frontal e abrangente. Evoluiu-se, assim, a meados da década de 1980, do tratamento convencional, centrado em políticas fiscal e monetária (endossado, em regra, pelo FMI), para os chamados choques heterodoxos. Tivemos com isso uma primeira safra de grandes e ambiciosos planos.

Alguns fracassos mais adiante tornavam-se amplamente difundidos a crítica e o repúdio à chamada heterodoxia e, muito particularmente, ao recurso do congelamento que a caracterizou. Agravava-se, simultaneamente, a instabilidade — especialmente na Argentina e no Brasil — enquanto os investimentos, público e privado, em novos empreendimentos virtualmente desapareciam. Em meio a este quadro crescia a rejeição a praticamente tudo aquilo que caracterizava as práticas econômicas vigentes nos nossos países, e começava a arraigar-se a convicção de que era necessária uma autêntica ruptura com o passado. Daí nasceria outra família de planos diversos entre si, mas marcados por fortes traços em comum. A negação do passado é neles assumida e ostensiva, não sendo possível avaliar seu significado em perceber sua coerência (bem como o apoio com que foram recebidos em certos meios), sem que ela seja tida em conta. Até porque, ao enfatizar a ruptura com o passado, estes planos entravam em sintonia com idéias que se vinham impondo mundo afora, no sentido de reduzir drasticamente a interferência do estado na economia. A redemocratização em curso em diversos países e o próprio clima

gerado pela queda do muro de Berlim ajudavam a promover a nova postura fundacionista.

O Plano Cavallo encarna como nenhum outro esta atitude de reconstrução da economia sobre novos pilares. Em outros países, a ruptura não teve certamente a limpidez emblemática alcançada na Argentina. No caso do México, o Pacto de Solidariedade (1988) atribuiu, de início, grande importância às políticas de renda — com inequívoco destaque para a contenção salarial. Mas foram as reformas estruturais e, dentre elas, destacadamente, a radical abertura — que culmina com o lançamento do NAFTA — que vieram a simbolizar um conjunto de transformações que inclui a estabilização, mas obviamente a transcende. Advirta-se, pois, que as referências aqui feitas ao programa mexicano como membro integrante da família de experiências que incluiu a Argentina e Brasil têm por base não apenas a importância decisiva, nos três casos, na abertura e do câmbio, como o assumido desígnio de fundação de uma nova economia. No caso brasileiro, a negação do passado ganha proeminência a partir de 1990, mas é com o Plano Real, seu extraordinário êxito no combate à inflação e a imensa novidade histórica da abertura — experimentada, momentaneamente, no imediato pós-guerra e ensaiada, apenas, por ocasião do ‘milagre’ — que a ruptura parece a todos, por fim, materializar-se. Para efeitos da discussão que aqui se inicia, os três programas rompiam com o passado, primordialmente, nos seguintes sentidos:

— O repasse dos aumentos de custo (ocorridos ou esperados) aos preços, rotina e cultura dominante na era da alta inflação, é posto em questão.

— O preço doméstico dos produtos internacionalmente transacionáveis (*tradeables*) é progressivamente compelido a alinhar-se com as respectivas cotações internacionais.

— A drástica redução do sentido econômico das fronteiras nacionais, a desregulamentação e a privatização da economia permitem, supostamente, a revelação das oportunidades existentes na economia. Elas serão livremente exploradas por capitais de procedências externa e interna.

## DESTAQUES DA SOLUÇÃO PROPOSTA

Na nova economia, disciplinada pelo mercado internacional e praticamente livre de interferências governamentais, os seguintes aspectos devem ser realçados:

1) Empresas e consumidores passam a ter a opção de comprar artigos importados, a preços muito provavelmente fixos. Dado o fechamento progressivo e o barateamento relativos dos produtos importados (a seguir comentado), isto determina um grande aumento do volume de importações. Caso as exportações não cresçam a ritmo similar, verifica-se uma mudança no estado das contas externas. Isto, porém, não deveria ser visto com apreensão. Pelo contrário, o declínio do saldo de comércio (dolorosamente criado, em certos países da América Latina, para fazer frente aos encargos da dívida externa) deveria ser entendido como parte integrante da saudável transformação em curso na economia. Mais que isso, o descompasso entre receitas e despesas externas deveria ser entendido como a imprescindível abertura de espaço, para que a economia pudesse absorver poupança externa. Ao caminhar nessa direção, rompia-se com a obsessão latino-americana em condicionar ou mesmo subordinar a política econômica pela chamada restrição externa. Como diferentes autores haviam buscado mostrar, a restrição externa nada mais seria do que a contrapartida dos equívocos das políticas econômicas nacionais.<sup>2</sup>

O retorno do financiamento externo, por sua vez, significa a redução do custo do crescimento econômico. Com efeito, aos novos investimentos caberia (como indicado nos esquemas convencionais de 'ciclo da dívida') expandir a oferta interna e as exportações, tendo este último fator uma função-chave na consolidação, mais adiante, da nova economia.

2) Os preços dos antigos *tradeables*, regulados pela paridade do poder de compra interno e externo da moeda (a economia torna-se aberta e o câmbio é fixo), acompanhariam a inflação internacional. Já os não-*tradeables*, imunes por definição à pressão competitiva imposta pelo

---

2. Deepak Lal. The Political Economy of Liberalization. *The World Bank Economic Review*, vol. I, nº 2.

mercado internacional, teriam, a princípio, espaço para elevar-se. Na medida, contudo, em que se conseguisse impedir a criação de demanda em excesso, a alta dos não-*tradeables* tenderia a cessar — ficando estes preços *altos* (em relação aos *tradeables*) mas não mais *em alta*. A partir deste ponto, que a Argentina teria atingido e do qual o México recentemente se aproximava, ocorreria a convergência da inflação doméstica com a inflação internacional.

3) Ao longo da transição, seriam criadas condições, chegando mesmo a desdobrar-se em reformas de segunda geração.<sup>3</sup>

A consolidação deste conjunto de mudanças — e da reforma fiscal, muito particularmente — permitiria ulteriormente que o câmbio deixasse de atuar como âncora. Estaria já implantada uma autêntica economia de mercado.

## CRÍTICAS ANTES DO COLAPSO

Alguns analistas tomaram posição crítica diante do tipo de plano aqui focalizado. Em muitos casos, contudo, suas críticas não parecem em absoluto procedentes. Assim, por exemplo, as alegações de que o programa não teria eficácia antiinflacionária ou provocaria o aumento da concentração da renda revelaram-se desprovidas de qualquer fundamento. A bem dizer, jamais uma família de planos colheu resultados comparativamente positivos, no que se refere ao controle da inflação. Por outro lado, há fortes indícios de que os extratos mais pobres da população auferiram substanciais ganhos absolutos e talvez mesmo relativos, como resultado do plano.<sup>4</sup>

Vejamos, pois, sumariamente, algumas críticas que vieram a se revelar, em maior ou menor medida, pertinentes.

---

3. Sebastian Edwards. *The Challenges of Latin America*, dezembro de 1994 (não publicado).

4. Sem entrar no tema da distribuição, duas ponderações devem ser aqui avançadas. Primeiramente, dado que boa parte dos trabalhadores de mais baixa renda encontra-se integrada em atividades produtoras de não-*tradeables* (serviços em regra), é natural supor que eles tenham sido particularmente beneficiados pelo plano. Admita-se, no entanto, que estas são conseqüências da fase de êxito do plano — sendo muito difícil prever as implicações distributivas da crise em que eles podem, à luz dos mais recentes episódios, desembocar.

## SOBREAQUECIMENTO

Já foi mais de uma vez observado que, ao contrário do convencionalmente suposto, os planos de estabilização recém-lançados na América Latina têm-se feito acompanhar de vigoroso aumento da demanda — o que cria dificuldades para sua própria consolidação.<sup>5</sup> Este tipo de dificuldade, só com muita relutância, chegou a ser admitido pelos gestores da política econômica. Antes de mais nada, porque, no seu entendimento, a liberação de decisões autenticamente oriundas do mercado não deveria, a princípio, criar problemas. E isto, basicamente, por duas razões.

A expansão de demanda que se segue ao lançamento de um programa antiinflacionário tem sido explicada pela provisoriedade — na visão dos agentes econômicos — dos resultados alcançados, ou (alternativamente) por equívocos ‘populistas’ tais como elevação de salários e juros reais negativos. Ambos os motivos não teriam razão de ser nos novos planos. Afinal, as reformas estruturais em curso aí estão para negar o provisório e, mais que isso, comprovar o alcance histórico das mudanças. Por outro lado, nada mais distante do populismo que a postura dos novos gestores da política econômica. Por fim, o aumento da demanda interna, na medida em que viesse à tona — como consequência da cessação do imposto inflacionário — poderia, sem maiores problemas, ser atendido pela elevação das importações (tema adiante retomado). No caso brasileiro, veio inclusive a alegar-se que a pujante demanda de produtos importados — e a própria desaceleração das exportações — devia, por outros motivos, ser encarada como saudável. Assim, além dos seus efeitos óbvios no combate à inflação, a aceleração das importações permitia ao país (na hipótese de o câmbio ser entendido como fixo) livrar-se da necessidade de lançar grandes volumes de títulos, para contrabalançar (esterilizar) o aumento das reservas.<sup>6</sup> Caso, porém, a taxa de câmbio fosse entendida como flexível (entre agosto e outubro de 1994 o dólar baixou de R\$0,94 a R\$0,92, para R\$0,86 a R\$0,84), a aceleração das importações

---

5. Para uma discussão do tema, veja-se Miguel Kiguel e Nissan Levitan. *The Business Cycle Associated with Exchange Rate-Based Stabilizations*. *The World Bank Economic Review*, vol. 6, nº 2.

6. As reservas brasileiras haviam se expandido a um ritmo médio de dez bilhões de dólares nos últimos três anos, tendo que ser compensadas por vultosos lançamentos de títulos da dívida pública.

seria mais uma vez bem-vinda, por impedir uma valorização ainda maior da moeda nacional. Curiosamente, em qualquer das versões, o recurso óbvio (ainda quando não simples) do controle da entrada de capitais, amplamente utilizado no Chile, era ignorado.

## ABERTURA

Outra questão que veio a ser objeto de críticas constitui-se na abertura da economia.

Os gestores do Plano Real, antes que arquitetos, vieram a ser os grandes usuários da abertura. A bem dizer, ela foi por eles apenas retocada, tendo, por exemplo, algumas de suas metas antecipadas ao longo da implementação do plano. Isto posto, aqueles que, de diferentes pontos de vista, vieram a fazer restrições à abertura — e, muito particularmente, ao seu intenso uso no programa de estabilização — tomam a questão por diferentes ângulos.

Primeiramente, há os que se preocupam com a rapidez e a intensidade da abertura comercial. Os argumentos aqui vão desde a alegação de que após mais de dez anos de alta inflação, choques, e total indeterminação dos destinos da economia, não é sensato expor os produtores domésticos ao poder de fogo de competidores que conheceram, no mesmo período, intenso crescimento<sup>7</sup> até a defesa de reconhecidas fragilidades setoriais. A este tipo de argumento somam-se dois outros de natureza bastante diversa, a seguir sumariamente referidos para ser retomados posteriormente.

O primeiro deles situa-se no plano das estratégias empresariais e reporta-se ao fato de que a combinação de uma abertura acentuada com as vicissitudes da estabilização coloca as empresas diante de uma delicada opção entre produzir no país ou trazer os produtos de fora. Este

---

7. É importante ressaltar que a abertura-cum-sobrevalorização se dá em meio à célere invasão por parte de produtores asiáticos, dos mercados que não dispõem de proteção especificamente voltada para eles. O significado disso pode ser inferido de uma única informação: para cada dólar exportado para a Ásia, o México estava importando, em 1994, US\$6.5. Sendo as trocas externas livres, e o aumento do peso relativo dos asiáticos uma alta probabilidade, é fácil imaginar o abissal desequilíbrio para o qual se caminhava.

dilema pode levar a decisões que prejudiquem a economia, seja pelos danos causados à face industrial das empresas (e concomitante perda de postos de trabalho), seja pela renúncia a rotas ‘altas’ de crescimento econômico (a questão será mais adiante retomada). Evidentemente, ali onde um forte impulso demandista endógeno veio a ser potenciado pelo ingresso em massa de capitais externos, o mercado doméstico tornou-se a tal ponto *comprador*, que não faltou espaço para ninguém. Todos podiam crescer, embalados pela ‘festa da estabilização’<sup>8</sup> — o que alguns rapidamente interpretaram como prova de que a abertura só trazia estímulos e benefícios. A ressaca da festa — que no Brasil chegou muito antes do que se podia esperar — está presentemente impondo uma revisão de posições. E, no caso das autoridades governamentais, vem levando à proliferação de medidas *ad hoc*, por elas mesmas, até ontem, amaldiçoadas.

A segunda questão refere-se à ordenação desejável entre as aberturas comercial e financeira. No nosso caso, a abertura financeira se deu em simultâneo e, em certa medida, à frente da abertura comercial. Grande parte do que se escreveu a respeito do tema recomenda, contrariamente, que a abertura financeira se faça após a liberação do comércio e na dependência da constituição de um mercado interno de capitais.

Como veio a ser patenteado, o aumento das importações verificou-se a um ritmo que não poderia senão desembocar em crise externa. Concretamente, as importações brasileiras, no primeiro trimestre de 1995, excederam em 98% as importações do mesmo período no ano anterior. Isso parece sugerir que havíamos transitado de uma rota inflacionariamente explosiva para uma rota explosiva do ponto de vista do balanço de pagamentos.

## SOBREVALORIZAÇÃO CAMBIAL

Focalizo aqui por diante a polêmica questão da valorização cambial.

A fixação do câmbio como parte integrante de um programa de estabilização é, reconhecidamente, um instrumento de grande potência. A experiência histórica latino-americana sugere, contudo, que se trata de

---

8. Antônio Barros Castro. ‘Estabilização, Crescimento e Política Industrial’. in: *Estabilidade e crescimento. Os desafios do real*. João Paulo Reis Velloso, coordenador. José Olympio, 1994.

uma arma cujo uso deve estar cercado de muitos cuidados. Os perigos a ela associados começam a se tornar evidentes quando, por alguma razão, despontam dúvidas sobre sua sustentabilidade. A mera hipótese de que uma desvalorização (não prevista e indesejada pelas autoridades) venha a ser necessária em futuro próximo, introduz os primeiros distúrbios. Seguem-se, naturalmente, tentativas de contorná-los e, a partir de certo ponto, ataques especulativos cujo enfrentamento costuma ter elevado custo. A confiabilidade do Plano já então se encontra comprometida, podendo mesmo serem colocados por terra os avanços alcançados no esforço da estabilização. A rigor, uma vez percebida uma situação como insustentável, há que recorrer a remédios bastante amargos: a desvalorização, com estragos imediatos no *front* inflacionário; e/ou a redução do nível de atividade. À primeira vista, a desvalorização tende a ser resistida. E isto não apenas pelos danos por ela infligidos na faixa do plano, como pelo fato de que a manutenção do câmbio defasado tem (por algum tempo) eficácia antiinflacionária crescente: quanto maior a defasagem cambial, mais travada se encontra a média dos preços na economia, vale dizer, a inflação.

Por outro lado, é bom sublinhar que a denúncia dos efeitos deletérios da valorização cambial independe, em boa medida, da postura assumida frente à abertura da economia. Autores que defendem a abertura advogam, em regra, a desvalorização simultânea do câmbio como fator de viabilização e consolidação da abertura.<sup>9</sup> Por isso mesmo, a crítica aqui evocada veio a concentrar-se na esdrúxula prática da abertura-cum-valorização.

A valorização cambial é também considerada problemática numa economia financeiramente aberta, em decorrência do relacionamento entre câmbio e juro. Esta relação é particularmente forte onde a conjuntura internacional se revele propícia a intensos movimentos de capital, o que ocorre, em regra, quando a taxa de juros de longo prazo nas economias desenvolvidas torna-se acentuadamente baixa.<sup>10</sup> A globalização financeira em curso, evidentemente, tende a exacerbar este tipo de fenômeno.

---

9. W. M. Corden. *Exchange Rate Policy in Developing Countries*. 1990, p. 13.

10. Guillermo Calvo mostrou que os fluxos de capital para os países em desenvolvimento acompanham quase perfeitamente os movimentos da taxa de juros nos Estados Unidos. Nora Lustig. *El Pánico y las Quiebras: un Relato*. Nexos, 206, fevereiro de 1995. México.

Concretamente, a sobrevalorização percebida ou estimada pelos eventuais investidores terá que ser acrescentada aos juros, para convencê-los a ingressar no país — ou nele permanecer. Impondo a necessidade de sustentação de juros reais elevados, o câmbio baixo introduz novos problemas no nosso quadro. Do ponto de vista do crescimento, ele passa a atuar como fator de dissuasão ou postergação de investimentos, em prejuízo da transição da estabilidade para o crescimento. O Brasil, mediante juros elevadíssimos e os chamados Adiantamentos de Contratos de Câmbio (ACC), veio a desenvolver um relacionamento bastante particular (e deletério) entre câmbio e juro: os exportadores tratam de antecipar contratos para aplicar os recursos daí provenientes em títulos da dívida pública, com o que a queda da taxa de juros (ao desestimular as exportações) pode, a curto prazo, contribuir para a deterioração da balança comercial.

Não é preciso acrescentar que a valorização, ao fazer com que atividades rentáveis deixem (provisoriamente?) de sê-lo, tende a engendrar desemprego e a desorientar a assignação de recursos. Vista a questão por este ângulo, percebe-se, também, que a valorização do câmbio *dificulta* a transição para o crescimento.

Por fim, dada a imensa heterogeneidade das situações existentes na economia real, é fácil imaginar que a sobrevalorização puna e premie, desigualmente, atividades e regiões. Este argumento — senão o mais frágil, pelo menos o mais complicado — tende a adquirir grande destaque nas críticas feitas à valorização cambial. No cenário aqui examinado, dadas a ausência de políticas industriais ativas e a assumida pretensão de virar a página da história, ele podia ser respondido com relativa facilidade.

Apesar de sua péssima reputação (que, aliás, parecia haver-se tornado definitiva, após as experiências argentina e chilena na passagem para a década de 1980),<sup>11</sup> a sobrevalorização cambial veio a ser mais uma vez — na prática, mas não no discurso oficial — amplamente usada nas experiências aqui focalizadas. Duas poderosas razões parecem explicar a reincidência.

---

11. Alejandro Foxley. *Experimentos Neoliberales en America Latina*. Fondo de Cultura Economica, México, 1988.

Ao longo do período de alta inflação, verificaram-se em nossas economias uma quase completa fuga da moeda convencional e a redução do crédito a um resíduo. Em tais circunstâncias, não há praticamente como *dar partida* a um programa antiinflacionário, via controle da quantidade de moeda. Torna-se, assim, praticamente inescapável, o recurso a uma âncora cambial.<sup>12</sup> Isto posto, a inflação residual se encarregará de promover a sobrevalorização. Vista a questão por este ângulo, não me parece correta a denúncia, não qualificada, da sobrevalorização. O que, sim, parece lamentável (além da extravagante valorização nominal do câmbio verificada no Brasil) é o não-reconhecimento da existência de problemas e a rejeição, *a priori*, de medidas tais como o controle do ingresso de capitais. Mas isso me leva à segunda razão para a reincidência.

Na medida em que se acredite que as elites empresariais de nossos países — e seus contrapartes no aparelho do Estado — sejam guiadas pelo *rent seeking* e irremediavelmente corporativistas, fica difícil sustentar que o avanço do mercado acarretado pela dupla liberação comercial e financeira traga consigo qualquer tipo de problema. Pelo contrário, numerosas oportunidades, perdidas sob o império da arbitragem estatal, estariam finalmente sendo descobertas, passando naturalmente a ser exploradas por investidores selecionados pela impessoal disciplina do mercado. Fica, assim, ilegítimo, qualquer raciocínio que parta ou tenha por referência um passado que, justamente, se busca enterrar. Como, em suma, medir e avaliar a defasagem cambial?

O que precede deixa claro que a visão segundo a qual *outra* economia estaria sendo implantada, dificultava a percepção de que a estabilização continha pelo menos um preço gravemente `fora do lugar`. Usualmente, a descoberta de que um ou mais preços-chave encontram-se defasados ou `reprimidos`, faz soar o sinal de alarme. No Cruzado, por exemplo, o dólar negro, ao distanciar-se fortemente do dólar comercial, levou diversos observadores a concluir que o plano estava em perigo. Nas experiências aqui examinadas, porém, uma alegada `revolução cultural`

---

12. Recorde-se que o uso do congelamento e outras formas de políticas de rendas, após sucessivos fracassos, tornou-se anátema em nossos países. Não custa lembrar, contudo, que a estabilização de Israel foi alcançada a partir de um plano integrante da família a que pertenciam o Austral e o Cruzado.

desqualificava quaisquer referências ao passado, impedindo a percepção de que se estava caminhando sobre terreno minado.<sup>13</sup>

Resta acrescentar que o público, seduzido pela estabilidade e pelo acesso a importações baratas, não queria ver ou ter em conta a fragilidade da situação a que as economias estavam sendo levadas. Tanto mais que o ímpeto expansivo da demanda era de tal ordem (e o peso relativo das importações, inicialmente, tão modesto) que tanto na Argentina quanto no Brasil<sup>14</sup> houve amplo espaço para o crescimento, mesmo na esfera dos *tradeables*.

## DE VOLTA À REALIDADE

Não se pretende aqui descrever a forma pela qual as experiências recentes de estabilização entraram em crise. Convém, no entanto, assinalar que constituem características comuns das fracassadas experiências chilena e argentina de 1976 a 1982 e dos atuais planos mexicanos, argentino e brasileiro:

- a explosão das importações e, a ela associada, a dependência rapidamente crescente de capitais externos;
- o surgimento, a partir de certo ponto, de incerteza em relação a sustentabilidade das políticas;
- a mudança, imprevista e súbita, no comportamento dos capitais, inviabilizando a manutenção da rota até então trilhada.

As características comuns aos dois ciclos não se limitam, contudo, àquilo que precede a crise. A destruição de parte do sistema bancário, a

---

13. A argumentação no sentido de que a defasagem cambial não poderia ser medida — que dificultava ou mesmo impedia o debate — provinha, no Brasil e no México, da direção do Banco Central e era formulada praticamente nos mesmos termos. Um lúcido exame da situação mexicana antes do colapso cambial encontra-se em R. Rornbush. *Mexico: stabilization reform and no growth. Brookings Papers on Economic Activity* 1:1994.

14. No caso do México, a economia teve um desempenho modestíssimo, crescendo a uma taxa média de apenas 2,5% ao ano.

resposta governamental sob a forma de medidas drasticamente contencionistas, a quebra de empresas e o desemprego em massa foram desencadeados tanto ao final do primeiro episódio (em 1982) quanto presentemente na explosão mexicana e na implosão argentina (onde a *débâcle*, até o presente, não alterou o regime monetário). Em ambos os episódios o México surge, num primeiro momento, como o vilão da história. Logo começa a ficar claro, no entanto, que a situação pré- crise era de fato insustentável. Talvez se possa mesmo afirmar, hoje, que a surpresa consistiu em que o México explodiu primeiro. A economia argentina poderia ter detonado a crise e, nesse caso, não se contando com solidariedade internacional em escala sequer comparável, as conseqüências (para o Brasil, particularmente) poderiam revelar-se muito mais graves.

Não é preciso acrescentar que a transição da estabilidade para o crescimento foi, se não abortada, pelo menos interrompida, em todos esses casos. E que a história, ao repetir-se, apresentou-se — e, sobretudo, foi apresentada — com nova roupagem.

## RECADOS

Nos dias e semanas que se seguiram ao colapso cambial mexicano, as atenções ficaram totalmente voltadas para a amplitude e intensidade de sua propagação. Hoje se sabe que a disseminação do ‘efeito tequila’ foi rápida e inusitadamente ampla, chegando, por exemplo, às Filipinas. Mas em nenhum país a reversão do comportamento dos capitais teve efeitos semelhantes aos registrados no México. A bem dizer, num país apenas os desdobramentos da crise ainda podem revelar-se desastrosos: a Argentina. Para países cujas políticas macroeconômicas *não* se encontravam ancoradas na taxa de câmbio, em particular, o abalo foi passageiro, deixando apenas um ‘dente’ nos gráficos de cotação das ações em Bolsa. Este é, entre outros, o caso do Chile.

À medida que se diferenciavam as situações, a discussão em torno do ocorrido no México começa a deslocar-se dos seus efeitos para o seu *significado*.

O primeiro recado que podemos extrair do episódio em foco refere-se à globalização. Numerosas decisões econômicas têm hoje por palco o

mundo e são alimentadas por informações obtidas em tempo real. A tecnologia de base eletrônica reduz, de fato, enormemente, os custos de informação e de transação. Isso, porém, como sugerem vários episódios, pode ter como conseqüência a maior volatilidade das situações e o aumento da instabilidade sistêmica. Afinal, por trás do computador continua o homem com seu frágil conhecimento do futuro, sujeito a erros e suscetível ao pânico. A questão inspira naturalmente maiores cuidados ali onde economias, convalescentes de longos períodos de intensa instabilidade, começam apenas a recuperar-se — e são de imediato conectadas à torrente de decisões que a cada dia se processa no mercado financeiro mundial. O ingresso incondicional e acrítico na economia globalizada pode significar, em tais casos, uma aposta de elevadíssimo risco.

Outro recado consiste em que as chamadas reformas estruturais não imunizam as economias em trânsito para a normalidade. E isso mesmo no caso do México, cujas reformas, iniciadas em meados da década de 1980, podem ser hoje assim resumidas, segundo José Casar: “liberação praticamente total do comércio exterior que culmina com a entrada em vigor do NAFTA, flexibilização dos regulamentos que incidem sobre o investimento estrangeiro e reforma das leis sobre propriedade intelectual, um processo de privatização que, de acordo com o relatório da OCDE sobre o México (1992), só tem paralelo nos casos da Nova Zelândia e Grã-Bretanha: múltiplas medidas de liberalização dos mercados internos que se resumem no termo ‘desregulamentação’ e que eliminam barreiras à entrada de empresas privadas a setores como o transporte, a pesca, a mineração, as telecomunicações, o setor financeiro, a geração de eletricidade, a petroquímica e, para romper como um dos tabus máximos pós-revolucionários, a agricultura; redução e redefinição do esquema de subsídios; outorga de *status* de autonomia ao banco do México e, por último, mas não por isso menos importante, uma reforma fiscal que elimina tratamentos especiais e converte o pagamento de impostos numa realidade generalizada como nunca houve no México.”<sup>15</sup>

Contra o pano de fundo deste inusitado esforço de transformação a ‘nova’ economia mexicana reencontra hoje — quase dois anos após ser

---

15. José Casar. *A situação da economia mexicana*. Nexos, dezembro de 1994.

triuofalmente admitida na OCDE — alguns de seus problemas históricos. O recado aí contido parece ser o de que os gestores da política econômica, não obstante as reformas e a estabilização, continuavam a atuar sobre um meio ambiente qualitativamente diverso. Há nele estruturas e comportamentos<sup>16</sup> que, para resumir, não desaparecem com o ostensivo esforço de negação do passado.

## COMPORTAMENTOS EMERGENTES

A superação da alta inflação com estagnação em que estiveram longamente imersas nossas economias requer que se tenha em conta as atitudes cristalizadas, ao longo da crise, sob a forma de (novas) rotinas.<sup>17</sup> Pode-se afirmar que isso foi, em certa medida, realizado pela família de planos aqui comentada. Mas haveria também que contemplar um conjunto de novos comportamentos que *emergem* com a estabilização. Isto, porém, foi sistematicamente omitido, e a razão maior desta omissão reside na suposição de que, com a estabilidade e as reformas, está criada uma nova economia, onde o passado só existe (*ou* subsiste) na resistência dos interesses contrariados pela modernidade — e na cabeça daqueles que se recusam a entender o novo mundo.

Insisto em que a força da nova safra de planos consistiu, justamente, em que os comportamentos engendrados pela crise foram uma referência importante na formulação dos programas. Partia-se, em suma, da convicção de que os agentes econômicos, tornados céticos, agressivos e predatórios, dificilmente seriam conquistados por propostas que tentassem apenas derrotar a inflação. Visualizando sempre a possibilidade do pior, eles praticavam, sistematicamente, aquilo que poderíamos denominar de *overshooting* microeconômico. Conseqüência disso: o pior tendia a confirmar-se, sob a forma de profecias autocumpridas. E a inflação se mantinha em rota explosiva — ou a ela retornava após uma nova e

---

16. Roberto Frenkel e José N. Fanelli. *Estabilidad y Estructura: interacciones en el crecimiento económico*. Mimeo. Cedes. Buenos Aires. 1994.

17. A referência básica aqui consiste no seminal trabalho de R. Frenkel, intitulado *Decisiones de Precio en Alta Inflación*. Cedes. 1979.

fracassada tentativa de estabilização. A forma encontrada para que este círculo de desgraças fosse rompido consistiu no contra-exagero. A estabilização seria alcançada, no limite, mediante a dissolução das economias nacionais, fundidas no mercado mundial.

Com a crise mexicana fica claro que as economias submetidas à nova safra de planos aumentaram enormemente seus vínculos, mas de forma alguma se fundiram com a economia internacional. Aliás, frente ao surgimento de dificuldades, os capitais recém-ingressados imediatamente desfizeram os precários laços que os uniam aos mercados hospedeiros, desmentindo, contundentemente, a suposta fusão.

Em meio à traumática experiência recém-iniciada, vai se tornando claro que os próprios agentes econômicos aqui sediados nunca deixaram de estar pesadamente condicionados por um passado historicamente único e altamente marcante. Daí a ocorrência, em plena lua-de-mel do plano, de comportamentos verdadeiramente anacrônicos, se se tem em conta a calma então exibida pelos indicadores macroeconômicos. Entre outros indícios, o baixíssimo grau de monetização (e, no caso brasileiro, muito particularmente, a subsistência da moeda indexada) aí está para mostrar a permanência do passado. São, no entanto, os novos comportamentos, que *emergem* com a estabilização, que devem ser privilegiados, no estudo das possibilidades e limitações da transição da estabilidade para o crescimento.

Se isso não for feito, corre-se o risco de transitar, como já foi assinalado, de rotas inflacionariamente explosivas para rotas explosivas do ponto de vista do balanço de pagamentos. E o problema não termina aí. Mesmo no caso em que a estabilidade venha a ser aparentemente consolidada, se não tivermos em conta a especificidade do contexto — e das opções com que se defrontam os agentes econômicos —, pode-se não transitar para o crescimento. Teríamos, em suma, escapado unicamente da alta inflação, mas não da estagnação — e tampouco das tensões a ela inerentes. Ou, no caso das economias de maior potencial de crescimento, teríamos implicitamente escolhido uma trajetória *sustentável baixa* — e perdido a oportunidade de cursar uma trajetória *sustentável alta*. Vamos, contudo aos comportamentos emergentes, para, mais adiante, chegar à questão das trajetórias.

Os comportamentos emergentes com que há de se defrontar ao transitar da alta inflação crônica para a estabilidade são vários e pouco

estudados. No que segue, busca-se apenas apontá-los, advertindo, de partida, que precária ou limitadamente eles já podem estar se manifestando, em plena alta inflação.

Como primeiro passo rumo ao nosso objetivo, parece-me contudo indispensável uma sumária evocação de alguns aspectos do passado recente.

A década de 1980 foi um período de vigoroso crescimento de indústrias de base eletrônica. Foi também um período de extraordinária intensificação da concorrência mundial, onde manufaturas de procedência asiática multiplicaram sua presença em praticamente todos os mercados. Um importante resultado desse duplo movimento consistiu no barateamento, diversificação e difusão de uma coleção incessantemente crescente<sup>18</sup> de componentes, equipamentos e bens de consumo.

Estas mudanças chegaram apenas limitadamente à América Latina, durante a década de 1980. Explica-se. A estagnação das economias e o virtual desaparecimento do crédito ao consumo certamente não contribuíam para a difusão dos novos produtos. Assim, também, o excepcional fechamento acarretado pela crise da dívida reforçava a tendência ao insulamento. O próprio aparelho de oferta, permanecendo, na melhor das hipóteses, centrado em indústrias cujo dinamismo caracterizou as décadas de 1950 e 1960, comprovava a crescente defasagem de nossas economias, em relação ao estado das artes na indústria. A mídia, contudo, cuja influência crescia incessantemente com o avanço da urbanização e da eletrificação, rapidamente incorporava novas formas e padrões de consumo ao imaginário popular. Em tais condições, o *estoque* de duráveis não apenas (fisicamente) envelhecia, como se tornava obsoleto. Um caso a um só tempo especial e particularmente grave consiste na indústria automobilística, cujo mercado, drasticamente restringido pela quase total cessação do crédito ao consumo, mantinha-se no Brasil e na Argentina em níveis de 30% ou 50% abaixo do ponto mais alto alcançado no passado. Enquanto isso, as montadoras, desestimuladas e protegidas, retardavam cada vez mais o lançamento de novos modelos.

Delinea-se, com isso, um forte desajuste *potencial* entre a estrutura de oferta, quantitativa e qualitativamente prejudicada pela alta inflação e a estagnação, e as aspirações da sociedade. A própria redemocratização

---

18. Gérard Lafay e Collete Herzog. *La fin des Avantages Acquis*. CEPIL. Paris. 1994.

em curso em diversos países acrescentava tensões adicionais a este quadro. Afinal, os mais ricos, em alguma medida, acompanhavam a renovação, diversificação e refinamento das novas formas de consumo.<sup>19</sup>

Evidentemente, se na tentativa de estabilização fosse possível controlar desde o início, estritamente, a emissão monetária — e manter sob rígido controle a criação de crédito —, a demanda não teria como disparar à frente da oferta, criando um tipo de desequilíbrio aqui sugerido. Partindo-se, contudo, de uma situação em que a moeda tornou-se endógena,<sup>20</sup> a queda inicial da inflação praticamente não pode ser promovida mediante controle monetário. Tanto mais que, com a liberalização financeira e o câmbio fixo (no Brasil, como sabemos, a situação é de início ambígua), o exterior passa a ser uma fonte praticamente incontrolada — mas não necessariamente incontrolável — de crédito. De qualquer forma, a capacidade do aparelho local de oferta de responder a esse desafio é, a curto prazo, obviamente limitada. A questão será retomada mais adiante.

Nos episódios inflacionários típicos de países desenvolvidos, não há motivos para a ocorrência de problemas como os que acabamos de mencionar. De um lado, porque o atendimento das aspirações de consumo da população não chega a ser adiado por um longo período. De outro, porque a expansão/atualização das empresas não é submetida a um retardamento de semelhantes proporções.

Voltemo-nos, agora, para o comportamento dos empresários, súbita e, em grande medida, desavisadamente, transportados para um ambiente de estabilidade e abertura, inédito para eles.

Na imagem idealizada de muitos, a abertura acelerada do tipo patrocinado pela nova safra de planos propicia a renovação dos meios à disposição das empresas para modernizar-se e, conseqüentemente, responder positivamente ao novo desafio. Como acaba de ser dito, face ao

---

19. O tipo de problema que acaba de ser mencionado tem sido focalizado por aqueles que entendem o problema inflacionário como derivado do conflito distributivo existente em nossa sociedade. Sem negar o fato óbvio de que a extrema desigualdade aumenta as tensões, devo enfatizar que o que está sendo aqui dito não se encontra centrado na questão distributiva. A avidez com que as classes de altas e médias rendas se lançam ao consumo com a estabilização e a abertura não parece diferir da atitude com que as classes de mais baixa renda aumentam as suas compras.

20. Affonso Celso Pastore. "Reforma monetária, inércia e estabilização". In: *Estabilidade e crescimento*, op. cit.

novo quadro, “não já produtor de bens potencialmente importáveis que não vive em busca frenética de ganhos de produtividade”. E, não obstante os recentes tropeços da economia, para que as empresas continuem nesta atitude, basta às autoridades “remover da cabeça de todos qualquer dúvida quanto ao compromisso deste governo com a banda cambial”.<sup>21</sup>

Acredito, contrariamente, que existem fortes razões para se pensar — e a experiência latino-americana dos últimos vinte anos constitui a este propósito um laboratório — que a abertura abrupta, conjugada à sobrevalorização cambial, leve a reações muito diversas do acima sugerido. Vejamos por quê.

Grande parte das empresas, especialmente da área industrial, produz uma vasta gama de bens. Diante de uma radical mudança nas condições de acesso ao produto importado, a primeira e grande questão consiste em traçar a (nova) linha divisória, entre aquilo que será importado e aquilo que continua a ser produzido localmente. Não entrarei aqui no exame deste dilema já caracterizado em outro trabalho.<sup>22</sup> Seguramente se pode afirmar, no entanto, que na abertura argentina e chilena do final da década de 1970, a reação de numerosos produtores foi no sentido de passar a importar um grande número de artigos e de reduzir a respectiva produção doméstica.

Voltando à citação acima, uma segunda observação deve ser acrescentada: por mais que se creia na sinceridade com que os gestores da política econômica reafirmem seu compromisso com a taxa de câmbio, uma vez instalada a dúvida sobre a sustentabilidade do câmbio, não dá para entender como ela possa ser removida ‘da cabeça de todos’. Na prática, a reafirmação do compromisso cambial tem que ser acompanhada de juros altíssimos — o que certamente não torna a situação mais ‘sustentável’.

Seguramente, nada disso implica negar que importantes aumentos de produtividade possam continuar ocorrendo — o que, contrariamente à inflação residual, opera no sentido de tornar menos *irrealista* a taxa de câmbio. Isto, porém, reflete, primordialmente, a revolução gerencial e

---

21. “Vencer, vencer (e com âncora cambial)”, Ibrahim Eris e Luiz Paulo Rosemberg, *Gazeta Mercantil*, 12 de maio de 1995.

22. A.B. Castro. *A retomada do crescimento na economia estabilizada*. Mimeo. Secretaria de Assuntos Estratégicos. Brasília, dezembro de 1994.

organizacional em curso no mundo — que simplesmente deslocou para novos e mais altos patamares o ‘estado das artes’ em matéria de produtividade industrial.

Finalizando este item, acrescento que aos novos comportamentos de consumidores e produtores deveria corresponder uma renovação da conduta dos responsáveis pelos serviços de utilidade pública. Este é um terreno em que o Brasil se situa em nítida desvantagem frente ao México e à Argentina. De fato, nestes países — e na Argentina, especialmente — tais empreendimentos já se encontram privatizados e têm liderado a retomada dos investimentos. No Brasil, por contraste, os serviços públicos continuam em mãos de um Estado desfinanciado e manietado por uma legislação que literalmente impede o gerenciamento eficaz dos recursos. Numa palavra, os poderes públicos encontram-se (agora, sim) desqualificados para o exercício de funções empresariais, enquanto os novos atores (privados, órgãos reguladores) ainda não estão definidos ou instalados. Dada a importância dos serviços de utilidade pública como ofertantes de ‘externalidades’ para empresas e consumidores, fica aqui assinalada uma questão da maior gravidade. Quando mais não seja, porque, insisto, não há como esperar reações à altura dos novos desafios na terra de ninguém a que foram reduzidos os serviços públicos no Brasil.

Os gestores da política econômica, além de conter (se possível, preventivamente) as pressões de demanda capazes de introduzir desequilíbrios macroeconômicos, são obrigados a ter em conta comportamentos e condicionantes como os aqui apontados. E isto requer, além do gerenciamento macroeconômico, incentivos a comportamentos pró-crescimento que passam a ser entendidos como dissuasores de pressões inflacionárias, alguns passos adiante.

## A NOVA AGENDA DA POLÍTICA ECONÔMICA

Como se depreende da argumentação até aqui desenvolvida, a política de estabilização, além de vencer a inflação alta e crônica, deve ter em conta as reações subseqüentes dos agentes econômicos. Estes não

estarão meramente retornando à normalidade perdida mas sim ingressando num novo quadro, para o qual transportam demandas reprimidas, hábitos, esperanças — e dúvidas quanto às oportunidades aí contidas.

O ponto de partida da análise que passamos a desenvolver consiste, naturalmente, na situação em que hoje nos encontramos, após haver deslançado um plano que colheu grandes resultados e tropeçou, recentemente, em sérias dificuldades. Não custa porém lembrar que o plano brasileiro de estabilização poderia não ter sido omissivo, no que se refere a certas dificuldades hoje tornadas patentes. Políticas de contenção do crédito e, muito particularmente, de racionamento da entrada de capitais, poderiam ter acompanhado o lançamento do Plano. Assim, também políticas de estímulo ao investimento poderiam ter sido desde o início lançadas. Por ambos os lados, estar-se-ia tentando equacionar *ex-ante* (antecipadamente) o desequilíbrio potencial dos ritmos a que tendiam a crescer a demanda e oferta domésticas.<sup>23</sup> Evitar-se-ia, com isso, que o equacionamento se fizesse *ex-post*, mediante grave desequilíbrio do balanço de transações correntes e sobreaquecimento incontido da economia. Isso, contudo, não foi feito e, como já foi dito, cabe partir do ponto em que nos encontramos. Aliás, não há nisso apenas desvantagens. Afinal, fomos expostos a fortes doses do que em outros tempos se denominava ‘pedagogia do real’. Quem não sabe, hoje, que com a estabilização a demanda tende, no nosso contexto, a disparar? Quem não sabe, agora, que o exterior não poderia, indefinidamente, ‘ajustar’ o brutal desequilíbrio a que se tendia, no caso brasileiro, em velocidade ainda maior do que no México? Ocorre, porém, que antes do desastre mexicano, era *possível* nutrir a ilusão de que os capitais que afluíam para os chamados mercados emergentes constituíam um movimento espontâneo e (praticamente) inesgotável — desde que as instituições fossem devidamente moldadas para recebê-los. Hoje, as pedras da rua sabem que juros estratosféricos, como os que temos praticado, atraem enormes quantidades de capital — e que estes fundos deixarão o país ao menor

---

23. A advertência de que o tipo de plano a ser lançado no Brasil (mesmo na ausência de equívocos ‘populistas’) acarretaria uma explosão de demanda, e de que isso deveria ser, desde o início, tentativamente respondido através de políticas de crédito, de comércio exterior e do controle do ingresso de capitais pode ser encontrada em A.B. Castro, *Estabilização, crescimento e política industrial*. *op. cit.*

sinal de distúrbio. Aliás, vai ficando também evidente que uma taxa de câmbio de sustentabilidade duvidosa provoca uma *seleção adversa* aos interesses do país: atrai fundos de natureza especulativa e posterga decisões quanto a investimentos na esfera produtiva.

Ainda antes de entrar no tipo de resposta que deve, no meu entender, ser tentada, convém mencionar um falso dilema frente ao qual estariam hoje supostamente colocados os gestores da política econômica: resistir, na medida do possível, às adversidades e pressões, ou, alternativamente, radicalizar o Plano.

O atrativo exercício pela tática da resistência consiste, seguramente, em que esta seria uma maneira de ganhar tempo. Enquanto isso, tenta-se avançar nas reformas, ao cabo das quais o programa antiinflacionário estaria dotado de uma nova e definitiva âncora, situada na área fiscal. Os problemas atinentes a esta tática são vários. Primeiramente, as expectativas quanto ao futuro do Plano já se encontram, correta ou equivocadamente, abaladas. Constitui, portanto, uma aposta de alto risco continuar a depender de reformas que, genericamente desejáveis, não mais podem ter a reputação de que gozavam antes do episódio mexicano. Por outro lado, desfeita a mítica fusão com a economia mundial, está aberta uma grande fenda na coerência dos que se negavam a tomar conhecimento da existência de características estruturais e comportamentos próprios do nosso contexto. A rigor, só uma nova formulação poderá devolver ao Plano o escudo da coerência, inegavelmente fundamental para que se possa decidir e filtrar pressões, mediante critérios inequivocamente definidos e transparentes.

Quanto à radicalização, seu problema maior consiste em não haver assimilado as conseqüências dos recentes eventos. Centrada inescapavelmente na elevação da taxa de juros — já que não há outro instrumento disponível para uso imediato — a radicalização pode certamente propiciar uma *sobrevida* ao Plano. Elevar (ainda mais) os juros — numa conjuntura internacional em que, coincidentemente, os juros voltaram a cair — reforça, de fato, a entrada de capitais. Daí resulta, no entanto, mais uma vez, a valorização da moeda doméstica. Além de sobrecarregar os encargos da dívida, isto implica reincidir no apelo a capitais especulativos: os capitais de investimento (preocupados com a derivada e não com o ponto) têm agora fortes razões para manter-se na postura 'espere e veja'.

Não é preciso frisar a fragilidade da situação daí resultante. Conquistam-se as expectativas de curtíssimo prazo e um enorme custo e, *portanto*, mediante o sacrifício das expectativas de médio prazo. Infringe-se, além disso, um dos ensinamentos deixados pelos sucessivos fracassos no campo da estabilização que antecederam a atual safra de planos. Refiro-me ao fato de que, uma vez derrotado um recurso ou expediente, sua eventual repetição se dá de forma degradada: os efeitos benéficos tornam-se mais curtos e os efeitos deletérios mais profundos.

## O PARADOXO DA ESCASSEZ NA ESTABILIDADE

As economias longamente prisioneiras de uma inflação crônica e alta têm pela frente um dilema, do qual não é fácil escapar. Enquanto vige a alta inflação, os consumidores, contidos por salários comprimidos e pelo crédito praticamente ausente, e, além disso, intimidados pela possibilidade óbvia do desemprego, têm um comportamento comedido. As empresas, de sua parte, praticam estratégias de sobrevivência — que incluem a busca de altas margens de lucro, como mecanismo de compensação do elevado risco ambiental. Quanto aos governos, como já foi assinalado, permanentemente tratam de refrear a economia, temendo a possibilidade sempre presente da hiperinflação.

À primeira vista, o quadro que acabo de sumariar sugere a existência de diversas molas comprimidas — e prestes a saltar com a estabilização. É fundamental dar-se conta, no entanto, que, após anos a fio de contenção, terá naturalmente corrido um elevado grau de *adaptação* à perda sistemática de oportunidades. O aparelho de oferta, em particular, terá, em boa medida, se ajustado à demanda cronicamente contida. O desequilíbrio latente entre oferta e demanda terá, pois, se materializado: o país padece de um descompasso entre sua demanda (eventualmente) desreprimida e os *estoques* de capital fixo e financeiro de que dispõe. Além disso, sua mão-de-obra deixou de adquirir os conhecimentos que, em condições normais, teria, simultaneamente, gerado e absorvido. O quadro de carências completa-se com um grande déficit de 'externalidades' (economias externas) que as empresas — aí incluídos, destacadamente, os serviços públicos — deveriam haver repassado umas às outras, caso tivessem

cursado estratégias não tão voltadas para a mera sobrevivência. Fique claro, no entanto, que os problemas daí advindos não se manifestam enquanto a economia se mantiver sob o império da alta inflação e da estagnação a ela associada. A inflação crônica tem, neste, como em outros sentidos, o seu equilíbrio interno. Paradoxalmente, é com a estabilidade que aflora o desajuste.

Este dilema não se tornou evidente por ocasião do Plano Cruzado, porque nele se incorreu em erros como a elevação inicial do nível médio dos salários e a frouxidão política monetária. Estes erros, percebemos hoje, apenas amplificaram o desequilíbrio potencial aqui focalizado. No Real, a falsa suposição de que era possível fundir com a economia mundial — e de que no próprio plano microeconômico ocorreria uma ‘troca de guarda’ — serviu para ocultar o dilema. Mas o reencontro hoje da restrição externa desfaz as ilusões.

Admitido o descompasso latente, torna-se difícil resistir à idéia de que escapar da alta inflação crônica requer políticas endereçadas a emparelhar, *ao longo do tempo*, demanda e oferta. Quanto à demanda, seu refreamento (idealmente realizado desde o lançamento do plano), difícil na prática, não nos coloca diante de questões altamente polêmicas. No tocante à oferta, porém, ingressa-se em território pouco explorado. Absolutamente, não se trata de recomendar, genericamente, políticas industriais. À ladainha dos argumentos pró-política industrial, sempre se respondeu com a ladainha dos argumentos neoliberais, sem que o debate saísse do lugar. O quadro com que nos defrontamos requer que se traga para o primeiro plano as noções de ruptura (descontinuidade) e coordenação.

## NÃO REACENDER A INFLAÇÃO

A maior responsabilidade dos gestores da política econômica consiste em impedir o retorno da inflação, que, além de impor graves perdas materiais, teria efeitos devastadores sobre o ânimo dos empresários e da população em geral. A experiência latino-americana tem, aliás, demonstrado que a estabilidade veio a ser considerada um bem supremo — o que tem sido inequivocamente expresso através do voto. Impedir o retorno da inflação não significa, contudo, que o único remédio disponível para

as economias que transgrediram, em suas relações com o exterior, o limite do financeiramente sustentável, consiste na recessão. O México e a Argentina caminham obviamente nesta direção, porque em ambos os casos o desequilíbrio externo tornou-se gigantesco e rigorosamente inadmissível.

Para que se possa, contudo, conjecturar sequer acerca de alternativas, é preciso explicitar um ponto delicado. Refiro-me à hipótese de que, por diferentes caminhos, as economias aqui focalizadas — México, Argentina e Brasil — adquiriram, recentemente, alguma capacidade de absorver pressões inflacionárias. No caso brasileiro, em particular, isso significa que uma desvalorização — articulada com outras medidas e oportunamente introduzida — não necessariamente acarretaria saltos da taxa de inflação. E, sobretudo, não necessariamente traria de volta a alta inflação.

A hipótese que acaba de ser enunciada está calçada em diversas razões.<sup>24</sup>

Primeiramente, a indexação deixou de ser entendida como uma ‘maneira brasileira de ser’, passando a ser amplamente encarada como um problema a ser enfrentado. Parece estar por conseguinte implantada a precondição política para que se resista à rigidificação inflacionária por ela acarretada. Em outras palavras, parece válido supor que existe hoje na economia algum grau de flexibilidade (para baixo) das taxas de inflação.

Além disso, a sensível melhoria dos rendimentos auferidos pelas camadas de mais baixa renda que, desta feita — e ao contrário do ocorrido por ocasião do Cruzado — não pode ser imputada ao desejo dos *policy makers*, ajuda a consagrar a estabilidade como algo de que não se pode abrir mão. Neste sentido, a ocorrência de algum recuo neste *front* (como decorrência de medidas corretivas) poderá servir de base para uma intensificação, sem precedentes neste país, da luta contra a inflação.

---

24. O que está sendo acima discutido é, unicamente, a facilidade maior ou menor do retorno à alta inflação. Convém lembrar, a este propósito, que a inflação no Brasil de há muito tornou-se, na expressão de Simonsen, ‘anaeróbica’, movida a expectativas (aí incluídos os mecanismos inerciais) e não por déficits públicos. Quanto ao presente quadro fiscal, relativamente sob controle, veja-se Raul W. Velloso. ‘Análise da situação das contas federais’. VII Fórum Nacional, maio de 1995.

Finalmente, e atentando agora para o conteúdo microeconômico do que está sendo dito, parece lícito afirmar que a postura, segundo a qual em matéria de estabelecimento de preços é sempre melhor errar para cima (exagerar nos aumentos),<sup>25</sup> não deve subsistir no contexto em que presentemente nos encontramos. Esta é, no fundamental, uma decorrência da abertura, que, no vasto terreno dos *tradeables*, vem impondo uma disciplina de preços desconhecida no passado.

Os argumentos acima pretendem sugerir que é possível conceber uma desvalorização que, devidamente conjugada com outras medidas, não implique a inadmissível renúncia às enormes conquistas alcançadas com o Real. Isto posto, é possível imaginar, para um início de discussão, as seguintes proposições.

## EM BUSCA DA COERÊNCIA PERDIDA

Não há como crer que a taxa de câmbio e os juros de hoje possam durar mais do que alguns meses. Isto significa que a credibilidade de médio prazo do programa está em questão — e que as dificuldades estão alojadas no cerne mesmo da política econômica atualmente adotada.

Sem ultrapassar o terreno das grandes definições, pode-se imaginar um caminho alternativo, compreendendo mudanças simultaneamente deslanchadas em quatro frentes.

No que toca ao câmbio, seria realizada uma desvalorização tão baixa quanto possível, sendo este limite estabelecido pela magnitude capaz de convencer um grande número de analistas de que não será necessária, proximamente, uma nova alteração do câmbio. À medida que avanços consideráveis fossem alcançados na desindexação da economia e no terreno fiscal, tratar-se-ia de permanecer, de forma duradoura, nesta posição. Caso contrário, haveria de admitir-se que algum tipo de correção periódica do câmbio é necessária. As experiências de Israel, do Chile e do próprio México absolutamente não corroboram a crença de que isto significa admitir o retorno de taxas crescentes de inflação. Sugerem, pelo contrário, que existe uma faixa de inflação com a qual se pode, por algum

---

25. R. Frenkel. *Decisiones*, *op. cit.*

tempo, conviver, sem abandonar a luta pela estabilidade e sem meter-se em situações artificiais e, conseqüentemente, insustentáveis.<sup>26</sup> De uma forma ou de outra, os poderes públicos deveriam reiteradamente dar provas de seu compromisso inquebrantável com o término da inflação. No presente momento, a maior prova consistiria num grande esforço de recuperação da coerência e da sustentabilidade perdidas.

No plano fiscal, a redução dos gastos com juros oferece possibilidades substanciais de redução das despesas. A desvalorização cambial, abrindo espaço para a redução dos juros reais, teria aqui grande importância. O avanço da privatização e seu uso para a recompra de títulos oferece, também, boas perspectivas — não tão imediatas, porém, como a desvalorização cambial. A cessação do aumento dos gastos com pessoal seria um objetivo a ser implacavelmente perseguido, não obstante os obstáculos institucionais e as dificuldades políticas a serem enfrentadas. A experiência recente — no México como na Argentina — mostra que com suficiente determinação política o espinhoso terreno da despesa com pessoal pode também ser enquadrado no esforço geral da nação, para alcançar a estabilidade e o crescimento. Aos avanços alcançados no campo do gasto haveriam de combinar-se iniciativas no campo da arrecadação. Entre elas mereceriam destaque expedientes diversos destinados a arrecadar mais sobre o *consumo*. A carga extra assim introduzida seria, no entanto, progressivamente retirada, de acordo com um calendário preestabelecido. Ainda no terreno do consumo, alguma forma deveria ser encontrada, permitindo intensificar, substancialmente, a arrecadação sobre o uso de combustíveis. O sentido dessas iniciativas seria sempre o de conter o consumo, sem desestimular o investimento. E isto não apenas em resposta ao paradoxo do desajuste na estabilidade (anteriormente definido), como por concretíssimas razões do tipo: de que adiantaria continuar aumentando a velocidade a que presentemente se degrada a infra-estrutura de transporte existente no país?

Quanto à política monetária, suas responsabilidades não poderiam senão crescer, dada a redução das funções atribuídas à taxa de câmbio.

---

26. Registre-se, a propósito, que o Chile, às vésperas da redemocratização, enfrentou um pequeno surto inflacionário — que foi, no entanto, dominado pelo governo democrático.

No que se refere ao gerenciamento da demanda, metas quanto à expansão de determinado agregado monetário deveriam, pois, ser estabelecidas. Mas aqui também deveriam estar presentes preocupações com a evolução da economia. E isso aponta em duas direções. A primeira, obviamente, consiste no favorecimento do crédito voltado para a instalação de capacidade produtiva adicional. A segunda refere-se a definição de uma vigorosa política de poupança, construída a partir de propostas que já se encontram em discussão no país.

Nas três frentes, como se percebe, encontra-se embutida a preocupação central com a conciliação da estabilidade com o crescimento. Por que, afinal, esta preocupação deve ser assumida pela política econômica? Não poderá o mercado, numa economia aberta, espontaneamente, responder a este desafio?

A resposta deve ser, segundo acredito, inequivocamente negativa. Não há como expandir, em tempo hábil, a capacidade de oferta — e é uma temeridade confiar nas relações com o exterior como mecanismo de ajuste. Falta acrescentar que as decisões não tomadas nos últimos 15 anos, nas esferas pública e privada — e muito particularmente na área da infraestrutura — resultam hoje em enormes carências de informações e de economias externas. Simplesmente, não é possível ao empresário devassar o opaco — ainda que estimulante — futuro com que se defrontará. A abertura e a própria privatização ampliam seu espectro de dúvidas. Afinal, os parâmetros e referências estão sendo alterados. Em tais condições, mais que nunca, as decisões de investimento de cada empresário dependem das decisões dos demais empresários — e do governo.<sup>27</sup> Isoladamente, cada um deles só pode fazer ‘apostas’ — o que aconselha, a princípio, opções de baixo risco. Coletivamente, o somatório de opções de menor risco determina a ‘escolha’ de uma trajetória de baixo crescimento para a economia.

Não é preciso sublinhar que a explicitação por parte do governo de seus projetos e, sobretudo, de suas linhas estratégicas de longo prazo é, neste quadro, um poderoso condicionador — e possivelmente catalisador — de decisões. Afinal, por mais que se privatize, o governo continua a

---

27. Rudiger Dornbush, ‘Da estabilização ao crescimento’, in: *Estabilização e crescimento na América Latina*. Fernando Holanda Barbosa (org.), Livros Técnicos e Científicos Editora. 1991.

ser um grande e insubstituível gerador de economias externas — bem como um fiscal e freio das externalidades negativas.

Melhorou enormemente, nos últimos anos, a gestão de numerosas empresas. Enxutas, e havendo redefinido suas reais oportunidades, estas empresas estão por decidir novos investimentos em capacidade — e não apenas no tocante à modernização de equipamentos. Vista a questão por este ângulo, é possível pensar na possibilidade de um *big push* industrial — mas, insisto, também é possível uma trajetória baixa.

O problema consiste em que faz a coordenação. São limitadas as possibilidades do setor público, bem como intra grandes grupos (aí incluídos os fornecedores) *a la* Alemanha ou Coréia. Por outro lado, existem neste país diversos casos de conjugação explícita de decisões, algumas das quais aparentemente bem-sucedidas. Não faltam, inclusive, casos de efetiva coordenação entre grandes empresas e seus fornecedores. E há a experiência das câmaras setoriais, à qual muitos atribuem um elevado *potencial*. O grande omissor é o Estado, que de há muito renunciou à função de promotor do desenvolvimento e não assumiu o papel de coordenador de decisões. E isso não apenas na prática, como até mesmo no discurso oficial dos últimos anos. Talvez tenha, contudo, chegado a hora de se entender que a existência ou não de coordenação pode decidir se o país, em matéria de crescimento, seguirá uma trajetória alta ou baixa. Aqui reside a quarta dimensão a ser introduzida por ocasião da redefinição da política econômica.

As tensões inerentes à situação em que nos encontramos são imensas, o que significa dizer que a capacidade política de sustentar decisões está longe de ser garantida. Por outro lado, após um longo e exaustivo período de experiências, seja com a alta intempestiva dos preços, seja com o seu não menos intempestivo tratamento, a *fadiga* da sociedade é enorme, o que pode significar que, ávidos pela superação da situação em que se encontram, a sociedade e seus representantes confirmam aos gestores da política econômica um poder de alterar regras e instituições inconcebível em sociedades menos atormentadas — o que mais uma vez difere flagrantemente do fenômeno da estabilização em condições usuais.

Tentei deixar claro aqui que o crescimento vigoroso, tendo deixado de ser projeto de governo, ressurgiu hoje como um imperativo ditado pelas aspirações da população.

---

# O REAL E O FUTURO DA ECONOMIA

---

Para resgatar o Plano Real das armadilhas dos juros altos e da valorização cambial, faz-se necessário reorientar a atual política de estabilização.

Para evitar o paradoxo da escassez na estabilidade, é preciso orientar a política econômica para o crescimento da produção e da competitividade.

Para avançar em direção a novo padrão de industrialização, cabe formular política industrial ativa e conceber novo arranjo institucional para sua execução.

Para não agravar o desemprego, impõe-se grande esforço de educação, qualificação e modernização das relações de trabalho, voltado para a inserção produtiva em economia com alto nível de crescimento sustentado.

**JOSÉ OLYMPIO**  
E D I T O R A

ISBN 85 - 03 - 00573 - 5



9 788503 005739