

# A SUSTENTABILIDADE DO REAL

Márcio G. P. Garcia  
Depto. de Economia – PUC-Rio  
27/fevereiro/97

No seu magnífico artigo na revista *Econometrica* (1989), o falecido economista israelense Michael Bruno—que foi presidente do Banco Central Israelense e economista chefe do Banco Mundial—analisa a importância da Econometria no desenho da reforma econômica. A motivação do artigo é a ideia hoje já bem difundida no Brasil de que um plano de estabilização anti-inflacionário repousa em dois pilares: a remoção da fonte de financiamento inflacionário do lado do déficit fiscal; e a simultânea sincronização ou congelamento das variáveis nominais de preço num nível de inflação mais baixo. No início do Plano Real, estes pilares foram representados pelo FSE (Fundo Social de Emergência), que desvinculou uma pequena parcela do orçamento federal, e pela URV seguida da reforma monetária.

Bruno busca a resposta para duas questões. Saber se é possível racionalizar teoricamente como e quando os dois pilares de um programa de estabilização são indispensáveis para a rápida desinflação. E determinar se um nível mais baixo de inflação pode ser sustentado e quais são as condições para sua estabilidade. Para o caso brasileiro de hoje, esta última questão é a central.

Para responder a questão sobre a sustentabilidade de longo prazo da reduzida inflação obtida até aqui pelo Plano Real, vamos enfatizar aqui uma condição de equilíbrio que Bruno deriva em seu artigo, e que é fundamental para avaliar a sustentabilidade do Plano Real. Para tanto, vamos reproduzir a derivação matemática da referida condição, fornecendo a cada passo a intuição do processo para não perdermos muitos leitores até o final.

$$(1) G - T = dY = \frac{\dot{H}}{P} + \dot{B}$$

Parte-se da restrição orçamentária do governo numa economia fechada. Na equação (1),  $(G-T)$  representa o déficit fiscal (operacional), o qual representa uma fração ( $d$ ) do PIB ( $Y$ ). Este déficit pode ser financiado de duas formas: através da emissão monetária

$(\frac{\dot{H}}{P})$ , e/ou através da emissão de dívida ( $\dot{B}$ ), aqui suposta indexada para facilitar o argumento.

Ainda para facilitar mais o argumento, Bruno considera o equilíbrio de estado estacionário, no qual as razões (moeda real/PIB) e (dívida indexada/PIB) são constantes.

Portanto, tanto a quantidade de dívida indexada quanto a de moeda real crescem à mesma taxa do PIB, suposta constante e igual a  $n$ . Definindo  $\theta$  como a taxa de crescimento da quantidade nominal de moeda, e  $\pi$ , a taxa de inflação, valem as seguintes equações (2) no estado estacionário:

$$(2) \theta = \frac{\dot{H}}{H} = \pi + n$$

$$\frac{\dot{B}}{B} = n$$

A substituição algébrica destas condições do estado estacionário na restrição orçamentária do governo nos provê a equação (3), na qual  $h$  é a razão (moeda real/PIB) e  $b$ , a razão (dívida indexada/PIB).

$$(3) d = (\pi + n)h + nb$$

Definindo a razão entre a riqueza líquida do setor privado e o PIB como  $v$ , a equação (3) torna-se a equação (4), que é o centro de nossas atenções.

$$(4)\Pi = \frac{(d - nv)}{h}$$

$$v = h + b$$

Segundo Bruno, a interpretação mais realista da equação (4) é que o governo usa a emissão monetária apenas como último recurso para financiar o déficit fiscal.

Primeiramente, o governo decide quanto precisa gastar e quanto consegue arrecadar via taxas e impostos (e, numa economia aberta, quanto pode pedir emprestado no exterior); então o governo vende tantos títulos quanto pode à taxa real vigente de juros (lembre-se que no estado estacionário  $b$  é constante, com  $B$  crescendo à taxa  $n$ ). (Esta última condição é semelhante ao objetivo declarado do governo brasileiro de manter constante a relação (dívida líquida/PIB), a qual se situava em 34,5% em dezembro de 1996.) Por fim, como último recurso, o governo usa a emissão monetária para financiar o déficit.

É claro que o comportamento acima não corresponde ao comportamento do governo brasileiro da atualidade, uma vez que a razão dívida líquida/PIB tem estado em constante expansão. Ou seja, para financiar seus sucessivos e volumosos déficits fiscais desde 1995, o governo brasileiro **não** tem recorrido à receita de senhoriagem (oriunda da inflação), mas sim à colocação de um volume crescente de dívida pública, além de outros expedientes não ortodoxos. Não obstante, a equação (4) serve para pensarmos qual a taxa de inflação que é compatível, no longo prazo, com a atual situação fiscal, caso não possamos mais recorrer a uma permanente expansão da razão (dívida líquida/PIB), como é razoável supor.

Na tabela simulam-se vários valores para as variáveis do lado direito da equação (4):  $d$ , a razão (déficit operacional/PIB),  $n$ , a taxa de crescimento anual do PIB,  $v$ , a razão

(dívida líquida total do setor público/PIB),  $h$ , e a razão (base monetária/PIB). O último cenário (21) retrata os valores dessas variáveis para 1996, sendo os dois últimos os valores de dezembro/96, de acordo com a *Nota para Imprensa* do Banco Central de 21/2/97.

	Déficit/PIB <b>d</b>	Crescimento do PIB <b>n</b>	Dívida Total/PIB <b>v</b>	Base/PIB <b>h</b>	Inflação <b><math>\pi</math></b>
<b>1</b>	1.0%	3.0%	34.5%	2.5%	-1.4%
<b>2</b>	2.0%	3.0%	34.5%	2.5%	38.6%
<b>3</b>	3.0%	3.0%	34.5%	2.5%	78.6%
<b>4</b>	4.0%	3.0%	34.5%	2.5%	118.6%
<b>5</b>	5.0%	3.0%	34.5%	2.5%	158.6%
<b>6</b>	1.0%	4.0%	34.5%	2.5%	-15.2%
<b>7</b>	2.0%	4.0%	34.5%	2.5%	24.8%
<b>8</b>	3.0%	4.0%	34.5%	2.5%	64.8%
<b>9</b>	4.0%	4.0%	34.5%	2.5%	104.8%
<b>10</b>	5.0%	4.0%	34.5%	2.5%	144.8%
<b>11</b>	1.0%	5.0%	34.5%	2.5%	-29.0%
<b>12</b>	2.0%	5.0%	34.5%	2.5%	11.0%
<b>13</b>	3.0%	5.0%	34.5%	2.5%	51.0%
<b>14</b>	4.0%	5.0%	34.5%	2.5%	91.0%
<b>15</b>	5.0%	5.0%	34.5%	2.5%	131.0%
<b>16</b>	1.0%	6.0%	34.5%	2.5%	-42.8%
<b>17</b>	2.0%	6.0%	34.5%	2.5%	-2.8%
<b>18</b>	3.0%	6.0%	34.5%	2.5%	37.2%
<b>19</b>	4.0%	6.0%	34.5%	2.5%	77.2%
<b>20</b>	5.0%	6.0%	34.5%	2.5%	117.2%
<b>21</b>	3.89%	3.1%	34.5%	2.5%	112.8%

De acordo com o cenário (21), seria necessária uma inflação de quase 113% ao ano para suportar o atual déficit fiscal. Obviamente isto não significa que a inflação subirá amanhã para este patamar. Significa sim que a atual situação fiscal é incompatível no longo prazo com uma inflação anual de um dígito, como logramos obter desde o final do ano passado.

Nesta análise simplista muitos fatores não foram considerados. Não se levou em consideração, por exemplo, que estarão disponíveis nos anos vindouros polpudas receitas de privatização. Em compensação, tampouco se consideraram os esqueletos que

insistem em sair do armário, como, por exemplo, a recente decisão do STF que eleva os rendimentos dos funcionários públicos.

A mensagem, portanto, é bem clara. Taxas de inflação de um dígito não podem subsistir com a atual situação fiscal. A redução do déficit fiscal é condição *sine qua non* para a sustentabilidade do Plano Real. É sempre bom lembrar que sem estabilidade inflacionária não há crescimento econômico sustentado. Portanto, aqueles que acham que o governo deve reassumir o processo de líder do novo ciclo de crescimento, através, por exemplo, de programas de financiamento via instituições oficiais de crédito, devem também dizer onde o governo deverá cortar despesas para financiar tais programas. Caso contrário, voltaremos à megainflação pré-Real com todas as suas conhecidas consequências.