

Dívida e inflação

CARLOS A. LONGO*

Devido à indexação quase total da dívida pública federal (títulos e dívida bancária interna e externa), o governo não tem mais possibilidade de, através de monetização do déficit, reduzir seu já elevado endividamento. A menos que sejam adotadas medidas fiscais contracionistas e/ou os juros reais caiam e/ou o PIB continue crescendo a taxas elevadas, mais cedo ou mais tarde, o governo poderá ter que monetizar o déficit, com óbvias implicações sobre o atual patamar inflacionário.

O crescimento da relação dívida/PIB, d , é descrito aqui a partir da restrição orçamentária consolidada (Tesouro, Estatais e Autoridades Monetárias):

$$\hat{d} = \frac{x}{d} + i\gamma - \pi,$$

onde \hat{d} é a taxa de crescimento daquela relação, x representa o déficit não-financeiro (exclui juros) como proporção do PIB no período base, i a taxa nominal de juros (inclui juros e correção monetária e exclui impostos), γ é a parcela da dívida que paga juros, ou seja, a proporção entre dívida onerosa e o passivo total do governo (dívida e base monetária), e π é a taxa de crescimento nominal do

PIB.¹ Essa expressão pode ser aberta para mostrar o problema da indexação num regime altamente inflacionário. Reescrevendo-a obtém-se:

$$\hat{d} = \frac{x}{d} + (r + \pi)\gamma - (g + \pi),$$

onde r representa a taxa real de juros, g o crescimento do PIB e π a taxa de inflação. Recolhendo-se os termos em π , chega-se a:

$$\hat{d} = \frac{x}{d} + r\gamma - \pi(1 - \gamma) - g \quad (1)$$

O primeiro termo reflete a pressão fiscal do governo sobre o setor privado (pode ser positivo ou negativo); os segundo e terceiro termos dão o custo efetivo da dívida — cresce com a taxa de juros e decresce com a inflação (imposto inflacionário), ponderados pelo parâmetro de política monetária γ ; o último termo, a taxa de crescimento real de PIB faz, evidentemente, diminuir o crescimento dessa relação.

Neste exemplo, a inflação contribui inequivocamente para atenuar o custo da dívida. Isto porque, da maneira como foi especificado o encargo da dívida, os juros não incidem sobre a infla-

* Da Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo — FEA/USP.

¹ Ver J. Tobin, "Budget Deficits, Federal Debt, and Inflation", in *Restructuring the Federal Budget*, A. T. Sommers (ed.), Nova Iorque, Prager, 1984.

ção, ou seja, sobre a correção monetária. Em outras palavras, a dívida não é indexada. Se o grosso dos encargos da dívida fosse a taxas prefixadas, e o nível da inflação não fosse elevado, essa especificação teria grande poder explicativo.²

Entretanto, no Brasil, o governo paga juros reais aplicados sobre uma correção monetária, ou cambial, pós-fixada e muito elevada. Neste caso, a taxa nominal de juros é descrita com mais vantagem por $i = r(1 + \pi) + \pi$ e não simplesmente por $i = (r + \pi)$, como se fez acima. Assim, substituindo-se a nova especificação na restrição orçamentária e, dando-se o mesmo tratamento nessa expressão para o crescimento do produto, obtém-se:

$$\hat{d} = \frac{x}{d} [r(1 + \pi) + \pi] \gamma - [g(1 + \pi) + \pi]$$

que, recolhidos os termos em π , apresenta-se como:

$$\hat{d} = \frac{x}{d} + r(1 + \pi) \gamma - \pi(1 - \gamma) - g(1 + \pi) \quad (2)$$

A diferença entre as duas especificações está no segundo e último termo dessa expressão. A partir do momento em que a dívida está indexada, ou seja, o governo paga juros sobre a inflação, o custo efetivo da dívida se eleva sobremaneira, na medida em que o termo π aí se apresenta explicitamente. No Brasil, a inflação está na casa dos 200% ao ano; portanto, o parâmetro π é igual a 2. A magnitude desse número é tal que pode tornar explosivo o endividamento público, além de fazer inoperantes os instrumentos clássicos de política monetária. Nesse caso é imprescindível crescer para estabilizar essa relação.³

Para ver isso melhor, convém substituir nas duas expressões os valores das variáveis aí explicitadas. Estimativas preliminares sugerem que o déficit não-financeiro aproxima-se de zero: os encargos financeiros totais do governo, Cr\$ 80 trilhões, são praticamente iguais ao seu déficit de caixa em 1985. A taxa real de juros aqui utilizada será de 12% ao ano. O parâmetro γ aproxima-se de 95% e o crescimento anual do PIB, de 7%. Com esses dados, o custo efetivo da dívida, caso esta não fosse indexada, seria praticamente nulo; como decorren-

cia, conforme expressão (1), o grau de endividamento público poderia estar decrescendo à taxa de 7% ao ano.

Entretanto, a dívida é quase totalmente indexada e o nível de inflação é elevado. Portanto, a especificação alternativa é mais interessante para testar a estabilidade do endividamento público no Brasil. Após substituição dos mesmos valores na segunda especificação, expressão (2), conclui-se que o custo efetivo da dívida eleva-se de zero para 24% ao ano. Neste caso, reduzidos déficits fiscais e elevadas taxas de crescimento do PIB são insuficientes para reverter o impacto do excessivo custo financeiro no crescimento da relação dívida/PIB, que aumenta à taxa de 3% ao ano.

O superávit fiscal não-financeiro teria que se elevar para estabilizar a relação dívida/PIB; alternativamente, a taxa real de juros teria que cair dois pontos percentuais, para que o mesmo resultado fosse alcançado. Também, com o PIB crescendo 8% ao ano o problema estaria praticamente resolvido. Note-se, políticas monetárias expansionistas, destinadas a atenuar o elevado passivo do governo, através de maiores taxas nominais de juros e depreciações da dívida, são ineficazes no caso brasileiro, já que o principal está indexado.

O endividamento público, entretanto, não está fora de controle, se se confiar nos números aqui apresentados. Menores gastos e mais impostos e tarifas podem estabilizar a relação dívida/PIB, desde que seja mantido o elevado nível de atividade e que menores taxas reais de juros possam ser obtidas. Mas, isto não é suficiente para que o governo recupere seus instrumentos de política monetária.

De fato, ele pode estar numa armadilha; políticas contracionistas pressionam os juros reais, desestimulam o crescimento e aumentam o endividamento, com mínima repercussão sobre a inflação. Políticas expansionistas, ao fazer a inflação disparar, elevam os juros nominais, sem reduzir nesse processo o endividamento, porque a dívida está indexada; dada a rigidez para baixo dos juros reais, tampouco se elevam os investimentos. Portanto, dentre os maiores desafios que o governo enfrenta hoje, surge, em primeiro plano, a necessidade de rever o sistema monetário e desindexar a economia.

² A taxa real de juros e de crescimento do PIB é aplicada, respectivamente, sobre o estoque da dívida e o PIB do período inicial, e não do final. Isto não faz muita diferença quando a inflação é pequena, mas, quando o parâmetro π é superior à unidade, essa especificação pode levar a distorções, como se verá adiante.

³ Note-se que somente quando r e g são iguais, as duas formulações levam ao mesmo resultado.