

A INCONSISTÊNCIA DO PLANO REAL NO LONGO PRAZO

Carlos Magno Lopes

*Professor do Curso de Pós-graduação em Economia
(CAEN) da Universidade Federal do Ceará (UFC)*

Emerson Lemos Marinho

Professor do CAEN da UFC

Resumo: O artigo mostra que no longo prazo o Plano Real poderá enfrentar sérias dificuldades. Consegue-se demonstrar, através da construção de um modelo macroeconômico estilizado, o qual descreve as características básicas desse Plano, que, embora o Governo consiga dominar o processo inflacionário, a economia converge para um equilíbrio de *steady state* com desemprego. A principal suposição adotada para se chegar a essa conclusão é a de que os agentes econômicos realizam suas expectativas de inflação à Cagan modificada. Dessa forma, além das expectativas variarem em função da diferença entre a inflação corrente e a inflação esperada, elas também variam em decorrência do déficit fiscal esperado.

Palavras-chave: Plano Real; Estabilização Econômica; Âncora Cambial; Reforma Fiscal; Política Econômica; Brasil.

1 INTRODUÇÃO

A equipe econômica do Governo e uma parcela considerável de economistas têm sido unânimes em afirmar que é condição básica para a sustentabilidade do Plano Real, no longo prazo, a implementação de um conjunto de reformas destinadas a restaurar o equilíbrio nas contas do setor público. Contudo, observa-se na literatura econômica corrente uma relativa escassez de estudos que explicitem os limites a que podem chegar políticas de estabilização baseadas em âncoras monetária e cambial, notadamente em uma economia caracterizada por fortes desequilíbrios fiscais.

Este trabalho tem dois objetivos centrais. Em primeiro lugar, será construído um modelo macroeconômico, o qual incorporará as características estilizadas do Plano Real. Dessa forma, será possível determinar com mais clareza a trajetória de longo prazo do Plano Real. Em seguida, será demonstrado que o modelo não converge necessariamente para o equilíbrio de *steady state* com pleno emprego. Isso ocorre porquanto a estabilidade de longo prazo é extremamente sensível às mudanças nas expectativas inflacionárias dos agentes econômicos, em particular quando forem determinadas pelo déficit fiscal esperado. Nesse caso, distúrbios nas expectativas de inflação podem comprometer seriamente a eficácia das âncoras monetária e cambial.

Os resultados obtidos corroboram a tese que sustenta serem as reformas fiscal, tributária, administrativa, patrimonial e previdenciária fundamentais para o sucesso do Plano Real no longo prazo. Em síntese, conclui-se que, uma vez obtida a estabilização de preços, só a âncora fiscal assegurará a eficácia do Plano Real e, como consequência, a estabilidade da economia brasileira.

2 O PARADOXO DAS INCONSISTÊNCIAS

Não é difícil perceber que a estabilidade de curto prazo do Plano Real é assegurada pela âncora monetária e pela âncora cambial. A manutenção de taxas de juros elevadas é uma condição necessária para a manutenção da política cambial. Logo, nesse cenário, é a âncora monetária que sustenta a âncora cambial*, por duas razões básicas**:

* A âncora cambial é, na realidade, uma âncora auxiliar ou pseudo-âncora.

** O déficit fiscal contribui, também, para a manutenção das altas taxas de juros.

- a) altas taxas de juros ajudam a reduzir a demanda agregada, evitando assim fortes pressões sobre o nível de preços;
- b) o patamar elevado das taxas de juros facilita sobretudo a entrada de capitais externos, compensando, em parte, os déficits em transações correntes.

A solidez da âncora cambial depende, por conseguinte, de altas taxas de juros, fortalecendo a necessidade de o Banco Central executar uma política monetária contracionista. As repetidas pressões sobre o Banco Central para reduzir as taxas de juros podem, pelos motivos discutidos acima, debilitar a eficácia da âncora cambial. Na realidade, a redução das taxas de juros com o câmbio sobrevalorizado poderá trazer conseqüências negativas tanto à balança comercial quanto ao fluxo de capitais.

A política mantida pelo Banco Central para manter esta inconsistência tem sido a tentativa de controlar de forma simultânea juros e câmbio, utilizando-se de um mecanismo engenhoso, porém não sustentável ao longo do tempo. Esse mecanismo pode ser sucintamente descrito da seguinte forma: o Banco Central executa uma política monetária austera, provocando um aumento nos juros. Com isso, aumenta o fluxo de capital externo. Para conter a enxurrada de reais em circulação, o que pode provocar aumento no nível de preços, o Governo emite títulos do Tesouro para enxugar o excesso de liquidez, contribuindo com isso para o aumento do desequilíbrio fiscal. Em suma, o desequilíbrio fiscal cresce não apenas em função das necessidades de financiamento do setor público, mas também devido aos custos associados à sobrevalorização cambial.

A análise acima sugere a existência de um “paradoxo da inconsistência”, qual seja: se a âncora cambial exerce um papel positivo na manutenção da estabilidade de preços, o mesmo não se pode dizer quanto ao seu efeito sobre o déficit público. Além disso, a sustentação da âncora cambial (mantendo o câmbio sobrevalorizado) impossibilita a redução das taxas de juros, expondo assim o setor externo a fortes turbulências.

Pode-se dizer que, em sua primeira etapa, o Plano Real logrou êxito no seu objetivo de estabilizar preços. Em sua segunda etapa (ainda não concluída), no entanto, o cenário é menos animador. Na fase atual, as principais características macroeconômicas da economia brasileira são:

- a) a política monetária é conduzida com relativa austeridade;

b) a política fiscal é expansionista;

c) o câmbio segue uma trajetória de crescente sobrevalorização.

As características da economia brasileira atual encontram paralelo na política econômica que prevaleceu no início da década de 80 nos Estados Unidos*, que tornou-se conhecida como *supply-side economics*. Nessa perspectiva teórica, o Governo deve reduzir a tributação sobre as empresas. Com isso, elas aumentariam seus lucros e, por conseguinte, aumentariam seus investimentos** e, logo, o nível de atividade econômica e as receitas do Governo. A expansão da oferta agregada, por seu turno, compensaria eventuais pressões sobre o nível de preços. A política fiscal norte-americana, no período considerado, foi expansionista porquanto atuou no sentido de reduzir a receita desse governo, através do aumento dos lucros líquidos das empresas***, isto é, transferiu-se renda para o setor privado. Além disso, a política monetária foi fortemente contracionista. As altas taxas de juros praticadas então estimularam o fluxo de capital do exterior (eurodólares e capitais japoneses), o que facilitou o financiamento do crescente déficit público. O nível de preços caiu rapidamente, enquanto o nível de desemprego só foi inferior ao que prevaleceu na crise de *Wall Street*. Não obstante, a economia americana passou a experimentar elevados déficits na balança comercial.

Sob o ponto de vista teórico****, a experiência norte-americana dos anos 80 e a brasileira atual podem ser associadas aos estudos de MUNDELL (1971)⁽⁷⁾, como destaca SIMONSEN (1989)⁽¹⁰⁾. O fato é que Mundell propôs, como parte de uma possível terapia antiinflacionária, a adoção de uma política monetária restritiva em conjunto com uma política fiscal expansionista, no regime de taxa de câmbio flexível. O grande apelo dessa proposição era o de

* BOSKIN (1987)⁽⁹⁾ faz uma excelente análise sobre a economia norte-americana durante a era Reagan.

** É importante destacar que nesta teoria são os lucros que determinam os investimentos e não o contrário, como sustenta a teoria keynesiana.

*** A inconsistência da política econômica da primeira administração Reagan foi ter promovido uma expansão dos gastos do governo, notadamente os gastos militares, simultaneamente a uma redução das receitas.

**** BECK (1979)⁽⁷⁾ desenvolve uma análise sobre a teoria do *supply-side*, nos termos do modelo ISLM, na qual conclui que o efeito redução de impostos poderá ser tão intenso que resultará em uma redução da inflação e do déficit público; porém, poderá ser tão tênue que preços e o déficit aumentarão. Lucas (1991) concentra-se no exame da redução de impostos sobre o bem-estar social, concluindo que a eliminação da tributação sobre o capital aumentaria o estoque de capital em 35% em um período de dez anos, nos Estados Unidos, o que dobraria a taxa de crescimento norte-americana.

reduzir os custos normalmente associados ao combate à inflação. É interessante observar-se que a proposta de MUNDELL (1971)⁽⁷⁾ parece refletir com boa precisão os fatos estilizados que marcaram a condução da política econômica no governo Reagan (1981-84), assim como os do Plano Real.

3 O MODELO UTILIZADO

Pelo lado da oferta, suponha inicialmente uma economia oligopolizada na qual o preço do produto interno "P(t)" é determinado adicionando-se uma margem de lucro "l" sobre o único custo variável, que são os salários "W(t)", de acordo com a expressão:

$$P(t) = \frac{(1+l)}{\eta} W(t)$$

em que "η" é a produtividade média do trabalho. Em logaritmo, a expressão acima é igual a:

$$p(t) = g(\eta, l) + w(t) \quad (1)$$

onde:

p(t) e w(t) = respectivamente, os logaritmos do deflator implícito do produto interno bruto (PIB) e do índice de salários nominais no período "t";
g(η, l) = logaritmo de "(1 + l) / η" e, para efeito de simplicidade, supõe-se que "η" e "l" sejam constantes, isto é, não variem com o tempo.

O índice de custo de vida "q(t)", por definição, será uma média geométrica ponderada dos índices de preços dos produtos internos e dos preços dos produtos importados em moeda estrangeira. Assim sendo, tem-se que :

$$q(t) = (1 - \alpha) p(t) + \alpha(e(t) + p'(t)), \quad 0 \leq \alpha \leq 1 \quad (2)$$

onde:

e(t) e p'(t) = respectivamente, os logaritmos da taxa nominal de câmbio e do índice de preços dos produtos importados;
α = participação do produto interno no índice geral de preços;
(1 - α) = participação do produto importado.

A inflação “ $\pi(t)$ ” é a derivada do índice geral de preços em relação ao tempo, sendo assim definida como:

$$\pi(t) = \dot{q}(t) \quad (3)$$

onde: $\dot{q}(t) = \frac{dq(t)}{dt}$.

A taxa real de câmbio “ $\theta(t)$ ” em logaritmo é igual à taxa nominal de câmbio mais o índice externo de preços menos o índice interno. Nesses termos, tem-se:

$$\theta(t) = (e(t) + p'(t) - p(t)) \quad (4)$$

A curva de Phillips de salários será representada pela equação:

$$\dot{w}(t) = \pi^*(t) + \gamma h(t), \quad \gamma > 0 \quad (5)$$

onde:

$\pi^*(t)$ e $h(t)$ = respectivamente, a taxa de inflação esperada e o hiato de produto no período “t”;

$\dot{w}(t)$ = derivada do índice de salário nominal com relação ao tempo.

Supõe-se ainda que os agentes econômicos realizam suas expectativas de inflação de acordo com uma versão modificada das expectativas adaptativa à Cagan. Assim, admite-se que, além das variações das expectativas serem proporcionais à diferença entre a inflação corrente e a inflação esperada, elas são, também, função crescente do déficit fiscal do Governo. Essa versão modificada do modelo de Cagan é particularmente importante, pois indica que no processo de formação de expectativas inflacionárias há um componente, “ $f(G(t))$ ”, o qual explicita o papel do déficit fiscal na determinação da inflação esperada. A justificativa teórica para a inclusão do déficit fiscal nas expectativas à Cagan pode ser corroborada por SARGENT e WALLACE (1981)⁽⁹⁾ e SARGENT (1982)⁽⁸⁾.

Nesses termos, a variação da inflação esperada “ $\dot{\pi}^*(t)$ ” será definida por :

$$\dot{\pi}^*(t) = \beta (\pi(t) - \pi^*(t)) + f(G(t)), \quad \beta > 0 \quad (6)$$

onde:

$f(G(t)) =$ função não-negativa e crescente com o déficit fiscal " $G(t)$ ". Adicionalmente, admite-se, no início do plano de estabilização, que $f(G(0)) = 0f(G_0) \equiv$ onde G_0 é o déficit fiscal anunciado no começo do plano.

Pelo lado da demanda, admite-se que o equilíbrio no mercado de bens e serviços seja representado por uma curva IS logaritmizada nos seguintes termos:

$$h(t) = G(t) - I(r(t) - \pi^*(t)) + E\theta(t), \quad I > 0, E > 0 \quad (7)$$

onde:

$h(t)$ e $r(t)$ = respectivamente, o hiato de produto e a taxa nominal de juros.

O equilíbrio no mercado monetário será representado pela equação quantitativa logaritmizada:

$$m(t) = q(t) + h(t) \quad (8)$$

onde:

$m(t)$ = oferta de moeda.

Admite-se perfeita mobilidade de capitais, de forma que a taxa de juros externa é igual à taxa de juros interna mais uma expectativa de desvalorização cambial. Em termos formais, isso é descrito pela equação:

$$r(t) = r'(t) + \dot{e}^*(t) \quad (9)$$

onde:

$r'(t)$ e $\dot{e}^*(t)$ = respectivamente, a taxa de juros externa e a taxa esperada de desvalorização cambial. Por último, supor-se-á que a taxa esperada de desvalorização cambial seja igual à taxa de inflação esperada. Assim sendo, isso será descrito pela expressão:

$$\dot{e}^*(t) = \pi^*(t) \quad (10)$$

Observe que a substituição de (9) e (10) na curva IS, expressão (7), permite que aquela seja escrita na forma :

$$h(t) = G(t) - Ir' + E\theta \quad (11)$$

Combinando as expressões (1), (2), (3) e (4), obtém-se a curva de Phillips de preços:

$$\pi(t) = \pi^*(t) + \gamma h(t) + \alpha \dot{\theta}(t) \quad (12)$$

Substituindo (6) em (12), encontra-se a equação que descreve a trajetória da taxa esperada de inflação:

$$\dot{\pi}^*(t) = \beta \gamma h(t) + \beta \alpha \dot{\theta}(t) + f(G(t)) \quad (13)$$

Supondo-se constantes a taxa de juros externa e o nível de preços externos, a derivada da curva IS, equação (11), reproduz a seguinte expressão:

$$\dot{h}(t) = \dot{G}(t) + E \dot{\theta}(t) \quad (14)$$

Imagine-se agora que esta economia se encontre, no instante " t_0 ", com taxa de inflação " $\pi(t_0) = \pi_0 > 0$ " e em pleno emprego " $(h(t_0) = 0)$ ". Em vista disso, o Governo adota um plano de estabilização que faz com que " $m(t) = 0$ ". A partir desse instante, a taxa de juros começa a subir, fazendo com que o serviço da dívida aumente. Aliado a isso, todo excesso de liquidez é enxugado via emissão de títulos a taxas de juros cada vez maiores, pressionando, assim, mais ainda o serviço da dívida. Como consequência, o déficit fiscal aumenta continuamente ao longo do tempo, não só devido ao aumento dos gastos do Governo, mas também porque o serviço da dívida, em um determinado período, transforma-se em déficit no período seguinte. Logo, o aumento dos gastos em um determinado período se transformará em déficit no período seguinte. Assim sendo, admite-se que o déficit fiscal aumente de " G_0 " para um déficit de *steady state* " G_f ", de acordo com a seguinte dinâmica:

$$\dot{G}(t) = -k(G(t) - G_f), \quad k > 0 \quad (15)$$

Substituindo (15) em (14):

* Esta dinâmica é equivalente à utilizada por SIMONSEN (1989, p.457)⁽¹⁰⁾ e se origina da solução da equação diferencial " $\dot{G}(t) + kG(t) = c$ ", onde " $G_f = \frac{c}{k}$ ".

$$h(t) = -k(G(t) - G_f + E \dot{\theta}(t)) \quad (16)$$

Desde que " $\dot{m}(t) = 0$ ", a derivada da equação quantitativa (8) será igual a:

$$\pi(t) + \dot{h}(t) = 0 \quad (17)$$

Em vista da curva de Phillips, expressão (12):

$$\pi^*(t) + \dot{h}(t) + \gamma h(t) + \alpha \dot{\theta}(t) = 0$$

Derivando-se a expressão acima e substituindo-se no resultado, a equação (13), tem-se que :

$$\ddot{h}(t) + \gamma \dot{h}(t) + \beta \gamma h(t) + \beta \alpha \dot{\theta}(t) + \alpha \dot{\theta}(t) + f(G(t)) = 0 \quad (18)$$

Finalmente, a equação que descreve a dinâmica do produto é obtida combinando-se as expressões (16) e (18) :

$$\left(1 + \frac{\alpha}{E}\right) \dot{h}(t) + \left(\gamma + \frac{\alpha\beta}{E}\right) h(t) + \beta \gamma h(t) = \left(\frac{\beta\alpha}{E} - \frac{\alpha k}{E}\right) k(G(t) - G_f) - f(G(t))$$

Isso posto, observa-se da equação diferencial acima, qualquer seja sua solução, que o equilíbrio estacionário* (*steady state*) existe, desde que os agentes acreditem que o déficit fiscal convirja, no longo prazo, para " G_f ". Dessa

* O equilíbrio de *steady state* desta equação diferencial está garantido pelos seguintes argumen-

tos: primeiro, se o delta da equação característica associada à equação homogênea " $\ddot{h}(t) + \frac{E\gamma + \beta\alpha}{E + \alpha} \dot{h}(t) + \frac{E\gamma\beta}{E + \alpha} h(t) = 0$ " for maior do que zero, ela apresentará duas soluções " $r_1 < r_2 < 0$ ". Logo,

a solução da equação diferencial homogênea convergirá para zero. Se o delta for menor que zero, a solução da equação característica será um par de raízes complexas conjugadas, onde a parte real é negativa. Novamente, a solução convergirá para zero. Segundo, desde que o lado direito da equação diferencial não-homogênea convirja para um valor finito, a existência do equilíbrio de *steady state* fica garantida. Para maiores detalhes, ver (CODDINGTON e LEVIRSON, 1955)⁽⁴⁾.

maneira, " $G(t) \rightarrow G_t$ " e, conseqüentemente, " $f(G(t)) \rightarrow f(G_t)$ " ao longo do tempo. Neste caso, o equilíbrio do produto " h ", no longo prazo será igual a :

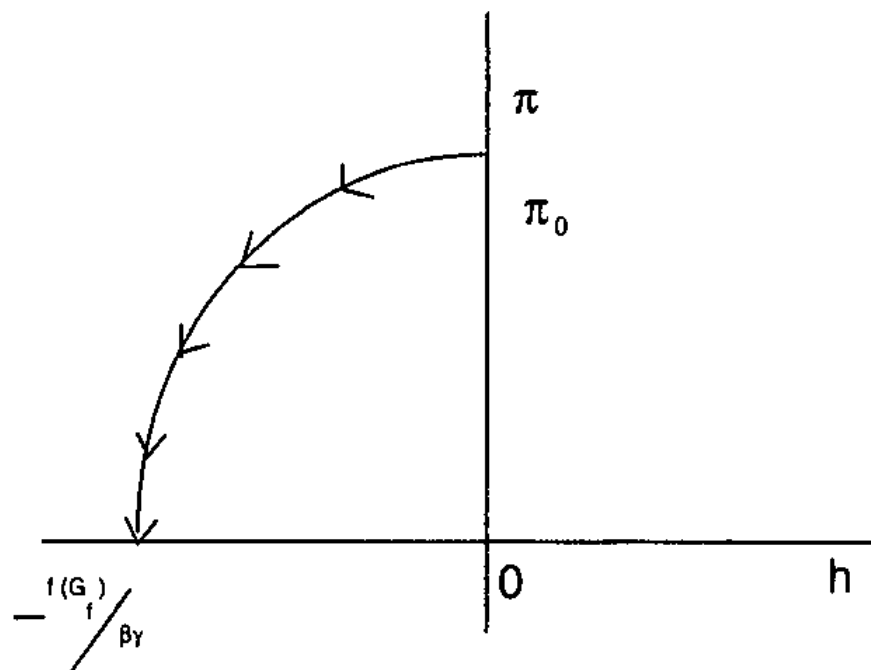
$$h_c = - \frac{f(G_t)}{\beta\gamma} \quad (19)$$

Nesse equilíbrio estacionário tem-se " $\dot{h} = 0$ " e " $\ddot{h} = 0$ ". Assim, substituindo-se esta última na equação (17), a taxa de inflação ao longo do tempo converge para zero. Portanto, o modelo apresenta um equilíbrio final com inflação zero, mas com o produto abaixo do pleno emprego, pois " $h_c < 0$ ", dado que " $f(G(t))$ ", " β " e " γ " são todos positivos na expressão (19). Observa-se, também, que quanto maior e menor, respectivamente, o componente fiscal esperado " $f(G(t))$ " e a velocidade de ajuste " β " entre a inflação corrente e a inflação esperada na formação de expectativa inflacionária dos agentes econômicos*, maior será o desemprego no *steady state*.

A trajetória desse equilíbrio do modelo é melhor ilustrada no GRÁFICO 1. Na medida em que o Governo, no início do plano de estabilização, adota uma política monetária restritiva, a taxa de inflação começa a cair e a taxa de juros a subir. Desde que essa taxa seja maior que a taxa de juros externa mais uma expectativa de desvalorização, tem-se, como conseqüência, a entrada de capitais estrangeiros no País implicando em uma sobrevalorização da taxa de câmbio real, como será demonstrado através das equações (20) e (21). Em vista disso, os efeitos são possíveis déficits nos saldos em transações correntes e aumento do salário real nos termos da equação (22). O aumento da taxa de juros, inibindo os investimentos, e a sobrevalorização da taxa real de câmbio, provocando déficits em transações correntes, terminam deslocando a curva IS para a esquerda, provocando queda de produto. No equilíbrio final, a economia alcança uma taxa de inflação igual a zero e um hiato de produto negativo, de acordo com a equação (19).

* Observe que " β " é um parâmetro que pode capturar o grau de credibilidade dos agentes em relação à política econômica do Governo. Se " β " se aproxima de zero, ocorre uma forte resistência dos agentes à política de estabilização adotada pelo Governo. No caso oposto, em que " $\beta \rightarrow \infty$ ", os agentes têm total credibilidade. Isso pode ser melhor ilustrado resolvendo-se a equação de expectativas (6), considerando " $f(G_t)$ " nulo, cuja solução seria dada por " $\pi^* = e^{-\beta t} \beta \int e^{-\beta s} \pi(s) ds + e^{-\beta t} c$ " onde " c " é uma constante. ALESINA e DRAZEN (1991)⁽¹⁾ mostram a importância da credibilidade no sucesso de planos de estabilização.

GRÁFICO 1



O aumento da taxa de juros, como citado anteriormente, provoca uma maior entrada de capitais estrangeiros, sobrevalorizando a taxa real de câmbio. Com efeito pois, no início do plano de estabilização, a taxa real de câmbio, de acordo com a curva IS, expressão (7), era igual a:

$$\theta_0 = \frac{Ir' - G_0}{E} \quad (20)$$

onde:

G_0 = déficit fiscal no início do plano.

No equilíbrio final, quando " $G_0 \rightarrow G_f$ ", essa taxa assume o seguinte valor:

$$\theta_e = \frac{Ir' - G_f}{E} \quad (21)$$

Portanto, desde que o déficit no final do plano de estabilização " G_f " seja maior que o déficit " G_0 " no início, tem-se, naturalmente, " $\theta_e < \theta_0$ ". Mostra-se, dessa maneira, que a taxa real de câmbio sofre uma valorização. Esse é o grande problema que o Plano Real enfrenta no momento. Os contínuos

déficits em transações correntes ocorridos desde a implementação do Plano são financiados via perdas de reservas, aumento do passivo externo líquido ou por investimentos de capitais externos no País. Essa última fonte de financiamento tem-se mostrado bastante volátil, devido às incertezas e riscos que ainda cercam o Plano Real. Na realidade, o que se tem verificado é uma expressiva entrada de capitais especulativos. Assim sendo, para financiar os sucessivos déficits em transações correntes, só resta ao País as duas primeiras formas de financiamento. Nesses termos, a reforma fiscal torna-se um imperativo; sem ela, mais cedo ou mais tarde, o Governo deverá desvalorizar a taxa real de câmbio a fim de alcançar novamente o pleno emprego, embora com possível retorno de inflação. Essa desvalorização em relação ao câmbio real, de equilíbrio no início do Plano, teria que ser proporcional à diferença entre os déficits fiscais no final e no início dele. De fato, das equações (20) e (21) conclui-se que:

$$\theta_0 - \theta_f = \frac{G_f - G_0}{E}$$

Assim, quanto maior a elasticidade do saldo da balança comercial "E", menor deveria ser a desvalorização cambial. Por outro lado, quanto maior a diferença entre os déficits fiscais final e inicial, maior teria que ser essa desvalorização. Nesse ponto, ressalte-se mais uma vez a importância de uma reforma fiscal. Se no início do Plano a ancoragem monetária fosse acompanhada de uma âncora fiscal, quando então "G_f" deveria estar próximo de "G₀", não haveria a necessidade de uma maior pressão sobre a taxa de câmbio. Além do mais, com reforma fiscal, o modelo apresentaria um equilíbrio com inflação zero e a economia poderia ou não convergir para o pleno emprego, pois neste caso, "f(G₀) ≅ f(G_f) ≅ 0". De qualquer maneira, o desemprego final seria menor ou igual a zero, ao contrário do que ocorreria na ausência de uma reforma fiscal. Afinal, na equação (19), dever-se-ia ter "h_c ≅ 0".

Em relação ao salário real, obtém-se, combinando-se as equações (1) e (2), a seguinte expressão:

$$w(t) - q(t) = \ln\left(\frac{\eta}{1+t}\right) - \alpha\theta(t) \quad (22)$$

Dessa forma, o salário real varia inversamente com a taxa real de câmbio e com a margem de lucro, e positivamente com a produtividade média do trabalho. Desde que, ao longo do Plano, a taxa real de câmbio tem-se valorizado, o salário real aumentou. Além disso, uma maior abertura da economia

brasileira, no processo de globalização, deve ter contribuído para um aumento da produtividade, com impacto positivo sobre o salário real. Assim sendo, na ausência de uma reforma fiscal, para que a economia retorne ao pleno emprego, o Governo poderá ter que desvalorizar a taxa real de câmbio, mais cedo ou mais tarde, como observado anteriormente. Com isso, a menos que ocorra aumento de produtividade, o salário real deverá cair ao longo do tempo.

4 CONCLUSÃO

Podem-se distinguir duas fases distintas na implementação do Plano Real. A primeira delas culminou com a eliminação das pressões inflacionárias produzidas pela própria inércia da inflação. Além disso, o Governo promoveu pequenos ajustes na área fiscal, que tiveram por objetivo dar o mínimo de coerência às contas do setor público. Nesse cenário, a estabilização de preços era entendida como passo fundamental, porém inicial, em direção às profundas reformas constitucionais requeridas para a modernização do Estado e da sociedade brasileira. Poucos duvidam da competência e eficácia das medidas que resultaram na contenção da inflação, até mesmo porque o Plano Real conseguiu ser o menos doloroso entre os planos recentes de estabilização adotados em diversos países do mundo.

A segunda etapa do Plano - mais ambiciosa e complexa - evolui a passos demasiadamente lentos, conquanto seria de se esperar que após décadas seguidas de inflação crônica, a sociedade brasileira rapidamente se uniria em torno de reformas que eliminassem a possibilidade de retorno à situação que prevalecia antes da adoção do Plano. Contudo, observa-se que quase todo o conjunto de reformas, especialmente aquelas que visam a restaurar o equilíbrio das contas públicas, ainda estão por vir. Em um País com grandes desigualdades sociais, como o Brasil, a questão fiscal assume extraordinária importância, pois somente através da recuperação da capacidade de poupança do setor público este poderá exercer seu verdadeiro papel, investindo em saúde, educação, segurança e na preservação do meio ambiente.

Os evidentes entraves para implementar as reformas econômicas tornam ainda mais difícil a sustentação do Plano Real no longo prazo. Não há referência na história de que algum programa de estabilização tenha se mantido ao longo do tempo em função apenas da âncora monetária e/ou cambial. Os resultados do modelo desenvolvido neste artigo explicitam os limites da ancoragem monetária e o resultado não é nada animador. Na ausência da âncora fiscal, a trajetória de longo prazo da economia brasileira será caracterizada por baixos níveis de inflação, porém acompanhados de desemprego, o

qual poderá ser crescente. Sob o ponto de vista do bem-estar social, sem dúvida, não é uma situação desejável.

O fato é que, levada à exaustão, a política monetária apertada aliada a uma política fiscal expansionista, com conseqüente valorização da taxa de câmbio real, gera claras inconsistências que resultam em pressões adicionais sobre o déficit público e desemprego no longo prazo. Essas pressões, como demonstrado no modelo desenvolvido neste trabalho, comprometem irremediavelmente a trajetória de *steady state* da economia brasileira.

A alternativa para as inconsistências apontadas passa, necessariamente, pela urgente implementação das reformas fiscal, tributária, administrativa, patrimonial e da previdência, sem as quais o Plano Real terá um futuro sombrio.

Abstract: This paper shows that the Real Plan may face serious problems in the long run. A stylized macroeconomic model, which embodies the main characteristics of the Plan, is built to demonstrate that although the government seems to be capable of keeping inflation down, the economy converges to a steady state equilibrium with unemployment. The assumption made to reach that conclusion is that economic agents form their expectations based on a modified Cagan's model. In this model, expectations change not only as a function of current and expected inflation, but also according to expected deficits.

Key Words: "Real Plan"; Economic Stabilization; Exchange Stability; Fiscal Reform; Economic Policy; Brazil.

REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICAS

1. ALESINA, A., DRAZEN, A. Why are stabilizations delayed *American Economic Review* n. 81, 1991 p. 1170-1188.
2. BECK, J. An analysis of the supply-side effects of tax cuts in an ISLM model. *National Tax Journal* v. 32, n. 4, p. 493-499, 1979.
3. BOSKIN, M. *Reagan and the U.S. Economy* San Francisco: International Center for Economic Growth, 1987.
4. CODDINGTON, E. A., LEVINSON, N. *Theory of ordinary differential equations*. New York: McGraw-Hill, 1955.

5. DORNBUSCH, R, FISCHER, S. *Macroeconomics*. 2 ed. s.l.: McGraw-Hill, 1981.
6. LUCAS, R. Supply-side economics: an analytical review. *Economic Papers*. Oxford, n. 42, p. 293-316, 1991.
7. MUNDELL, R. *Monetary theory: inflation, Interest, and growth in the world economy*. Pacific Palisades: Goodyear Publishing Company, 1971.
8. SARGENT, T. The end of four big inflations. In: HALL, R. (Org.) *Inflation*. Chicago: University of Chicago Press, 1982.
9. SARGENT, T, WALLACE, N. Some unpleasant monetarist arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*. v. 5, n. 3, p. 1-17, 1981.
10. SIMONSEN, M., CYSNE, R. *Macroeconomia*. Rio de Janeiro: Ao Livro Técnico, 1989.

Recebido para publicação em 06.08.96

