

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

O PAPEL DO AJUSTE FISCAL NA ESTABILIZAÇÃO DA INFLAÇÃO BRASILEIRA

Ivo Chermont Próchnik Lessa de Vasconcellos

Nº 9916315

Orientador: Dionísio Dias Carneiro

Dezembro de 2002

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

O PAPEL DO AJUSTE FISCAL NA ESTABILIZAÇÃO DA INFLAÇÃO BRASILEIRA

Ivo Chermont Próchnik Lessa de Vasconcellos

Nº 9916315

Orientador: Dionísio Dias Carneiro

Dezembro de 2002

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”

Agradecimentos

O ano de 2002 foi um ano especial na minha vida pessoal e profissional. Alegrias, tristezas, angústias e ansiedades foram emoções sempre presentes ao longo desta longa trajetória.

Certamente 2002 ficará marcado na minha vida como um atípico ano. Ano de Anpec, ano de formatura, ano de decisões. Optei pela continuidade da minha formação. Para dar suporte à tantas emoções, é necessário que se tenha bastante força interna e externa. E o que me deixa mais feliz, após o término de minha graduação neste ano, é a crença que tenho na afeição das pessoas que me deram apoio fundamental para a superação de determinados momentos mais difíceis.

Por isso, gostaria de agradecer aos meus pais, Lia e Humberto, e aos meus outros familiares, à todo apoio às minhas decisões, quaisquer que fossem elas. A confiança que eles depositaram em mim, certamente foi de crucial importância para a conquista de meus objetivos.

Também dedico este trabalho aos meus amigos, que por quatro anos, compreenderam a minha falta de tempo, sempre ouvindo a mesma resposta a cada recusa de programa: “não posso, tenho que estudar”. Em especial, gostaria de agradecer à uma amiga, Elaine, que com todos os contratempos que vivemos este ano, manteve comigo uma amizade muito especial, me dando ouvidos e palavras de apoio, fundamentais para o meu fortalecimento como pessoa.

Por último, gostaria de agradecer ao meu orientador, Dionísio Dias Carneiro, que com poucas e palavras diz muito, e transmite a sabedoria necessária para a formação de um bom profissional.

ÍNDICE

I - INTRODUÇÃO.....	7
I.1 – Objetivos e Motivação.....	7
II – AJUSTE FISCAL E ESTABILIZAÇÃO.....	9
II.1 - A Teoria.....	10
II.1.1 - Receitas e Gastos.....	10
II.1.2 - Taxa de Juros e Credibilidade.....	14
II.2 - O caso Brasileiro.....	18
II.3 – Conclusão.....	23
III – A IMPLEMENTAÇÃO DE UM PLANO.....	26
III.1- A URV.....	26
III.2 – O Plano Real.....	27
III.3 - Políticas fiscais no Plano Real.....	29
III.3.1 – Políticas Implementadas.....	29
III.3.2 – Resultados obtidos: 1995-2002.....	50
III.3.2 – Conclusão.....	59
IV – POLÍTICA FISCAL NO FUTURO DA ESTABILIZAÇÃO BRASILEIRA..	
V - Conclusão.....	66
VI – Referências Bibliográficas.....	69

ÍNDICE DE TABELAS E GRÁFICOS

Tabela 1- Necessidades de Financiamento do Setor Público (% do PIB).....	22
Tabela 2- Dívida total das esferas subnacionais (como % do PIB).....	32
Tabela 3- Renegociação das dívidas estaduais de 1997 – Montante renegociado	34
Tabela 4- Renegociação das dívidas estaduais de 1997 – Montante perdoado.....	34
Tabela 5- Renegociação das dívidas estaduais de 1997 – Montante refinanciado.....	34
Tabela 6- Renegociação das dívidas estaduais de 1997 – Montante refinanciado.....	34
Tabela 7- Resultado Primário das empresas estatais (% do PIB).....	39
Tabela 8- Arrecadação líquida do INSS – benefícios Previdenciários.....	40
Tabela 9- Necessidade de Financiamento do Setor Público: 1995-1998 – Conceito Nominal (% do PIB).....	42
Tabela 10- Necessidade de Financiamento do Setor Público (% do PIB).....	46
Tabela 11- Necessidade de Financiamento do Setor Público Conceito Primário (% do PIB) - 1995-2001.....	50
Tabela 12- Trajetória para a Dívida Pública.....	63
Gráfico 1 : Efeito do Fundo Social de emergência	31

I – Introdução

I.1 – Objetivos e Motivações

Meus objetivos neste trabalho são o de analisar o papel da política fiscal no Plano Real, e saber de que forma esta contribuiu para a condução das políticas monetária e cambial.

O trabalho é constituído por quatro partes, além desta introdução. Na segunda seção, vou analisar o que diz a teoria acerca das variáveis fiscais em ambientes de alta inflação. Em seguida, observarei como se relacionam as taxas de juros e a credibilidade, com as variáveis fiscais. Será foco de análise a dinâmica da dívida pública, pois através dela, observa-se uma possível incompatibilidade entre uma política fiscal inconsistente e a monetária, na implementação de planos de estabilização. Há uma controvérsia antiga sobre a relevância de uma política fiscal nos grandes programas de estabilização. O caso Brasileiro acerca deste debate será analisado também.

A terceira seção terá como foco de análise as políticas fiscais realizadas durante o Plano Real. Esta parte será dividida em três: na primeira haverá uma descrição da implementação da URV, como um primeiro movimento de desindexação para o futuro sucesso na estabilização da moeda Brasileira. Em seguida, será analisada o surgimento do Plano Real. E por fim, será observada a conduta fiscal no primeiro mandato de Fernando Henrique Cardoso, de 1995-1998 e o ajuste realizado no segundo mandato, de 1999-2002. Nesta parte, caberá uma explicitação dos principais pontos relevantes como os esqueletos, a renegociação das dívidas com os estados, a LRF, entre outros tópicos, além dos resultados alcançados pelo governo ao adotar tais medidas. Será enfatizada a gestão da dívida pública e o problema de dominância fiscal que o governo vêm enfrentando ao longo destes últimos anos.

Na quarta parte, será realizada a parte empírica do trabalho. Faremos um exercício de simulação a respeito do papel do ajuste fiscal para o futuro da estabilização brasileira, dadas as mais recentes expectativas das variáveis macroeconômicas. O objetivo deste

exercício será analisar o comportamento da relação Dívida Pública/PIB, dado o comportamento do superávit primário, câmbio, inflação e crescimento esperado, para os anos de 2002-2007.

E a quinta parte será a conclusão do trabalho. Serão feitas considerações finais a respeito do papel da política fiscal no Plano Real, como ela contribuiu com a política monetária no processo de controle inflacionário, os problemas que surgiram na administração da dívida pública, além de avaliarmos como se comportaram as variáveis fiscais mediante a flutuação do câmbio.

“Low and stable fiscal deficits are a necessity for the favorable long-run prospects of a country, as well as for avoiding the short-run macroeconomic ills of high inflation, high real interest rates, and real overvaluation of the currency”¹

II – Ajuste Fiscal e Estabilização

O primeiro passo para entender a política fiscal no Plano Real, e seus efeitos sobre a inflação, é analisarmos a necessidade de um ajuste fiscal na implementação de um programa de estabilização², devido à possível incompatibilidade entre uma reforma fiscal inconsistente e a política monetária. A incompatibilidade existente reside no fato de que sempre que há um déficit, deve haver formas de financiamento do mesmo. Se o ajuste fiscal não ocorre de forma consistente, o governo incorrerá em déficits e elevará a dívida pública a níveis cada vez maiores (possivelmente esta dívida estará em parte indexada à taxa de juros). Para financiar este déficit e sustentar esta alta dívida pública, o governo deverá aumentar os juros cada vez mais, o que realimentará a dívida pública. Desta forma, o Governo possui o problema de combinar uma política monetária, que muitas vezes precisa ser contracionista, com uma política fiscal frouxa. Se o ajuste fiscal ocorrer, os déficits são estancados, a dívida não aumenta e a política monetária pode ter a liberdade suficiente para conduzir a economia para a estabilidade da moeda, sem a preocupação com o aumento do endividamento do Setor Público.

Para isso, devemos, em primeiro lugar, ver o que diz a teoria sobre as Receitas e os Gastos Governamentais em ambientes de alta inflação, e a relação dos Juros e da Credibilidade com as variáveis fiscais. É de extrema importância que se avalie de que forma se comportam as receitas e os gastos, para que não ocorra uma avaliação equivocada das causas dos déficits em ambientes de alta inflação. E, igualmente importante são os

¹ Easterly, Rodriguez e Schmidt-Hebel (1994)

² Há um debate antigo na literatura econômica a respeito da relevância de um ajuste fiscal na implementação de um plano de estabilização. Para ver detalhes sobre diferentes posições a esse respeito, ver Sargent (1982) “The ends of four big inflations“, Dornbusch e Fischer (1986) “Stopping Hyperinflations”, Taylor (1989) “The Rocky Road to Reform” e Drazen e Helpman (1990) “Inflationary Consequences of Uncertain Macroeconomic Policy “.

papéis da taxa de juros e da credibilidade das autoridades para a condução de uma política monetária consistente, sempre levando em consideração a restrição fiscal. Em seguida analisaremos como o debate acerca da urgência de uma reforma fiscal se deu no Brasil a partir de 1994.

II.1 - A teoria

II.1.1 – Receitas e Gastos

Uma referência clássica é de Vito Tanzi (1978)³. Tanzi descreve elementos importantes da relação entre financiamento inflacionário e uma defasagem existente na arrecadação dos impostos.

Segundo Tanzi, muitos países em desenvolvimento, ao perseguirem o crescimento via acúmulo de capital, não tem muitas opções, que não incorrerem em déficits fiscais para financiarem seus elevados gastos. O autor sublinha diversas razões para isto, dentre outras a inadequada base de incidência fiscal, a ineficiência dos administrados e a dificuldade política de uma alta carga tributária. Assim, “na ausência de uma mercado de capitais desenvolvido ou emprestadores estrangeiros, esses déficits fiscais são muitas vezes financiados totalmente ou pelo menos em parte pelo Banco Central (ou seja, criação de moeda). Esta moeda traz um aumento no nível geral de preços e reduz o real valor da unidade monetária”.⁴ Esta redução pode ser encarada como um imposto sobre aqueles que seguram moeda. Esta espécie de imposto é equivalente à quantidade de moeda que as pessoas têm em mãos, (M/P). Assim, se o crescimento da economia for zero, ou for desprezada, a receita de um imposto inflacionário seria:

$$R^{\pi} = \pi (M/P) \quad (1)$$

³ Este artigo é uma versão revisada do clássico artigo “Inflation, Real Tax Revenue, and the Case for Inflationary Finance: Theory with an application to Argentina” in *Fiscal Policy, stabilization, and growth in developing countries*, ed. By Mario I. Blejer and Ke-young Chu.

⁴ Ibid, pg. 208

Se a economia cresce a uma taxa g , então, alguma demanda por moeda ocorrerá acompanhando este crescimento. Desta forma, a equação (1) torna-se:

$$R^\pi = (\pi + g) (M/P) \quad (2)^5$$

Desta forma, um aumento em π_t gerado pela criação de moeda para financiar os déficits será acompanhada por um aumento nas receitas provenientes do imposto inflacionário. Alternativamente, dadas as expectativas inflacionárias, quanto maior (M/P) , maior a receita proveniente da inflação. De qualquer forma, (M/P) é afetada por expectativas inflacionárias, e quanto maior estas, menores serão aquelas. Por um período de tempo, o efeito positivo em R^π de um valor cada vez mais alto de π mais do que compensa o efeito negativo provindo de uma queda em M/P . Desta forma, há uma combinação de M/P e π que maximiza o produto destas variáveis e que gerará a maior receita possível do imposto inflacionário.

Tanzi prossegue, seguindo um outro clássico estudo, de Cagan⁶, que discorre a respeito de demanda real por moeda sob um ambiente inflacionário:

$$(M/P)^d = a (Y/P) e^{-b\pi} \quad (3)$$

No curto prazo, a equação poderia ser reescrita como:

$$(M/Y)^d = ae^{-b\pi} \quad (4)$$

onde, $(M/Y)^d$ denota a proporção da demanda por moeda em relação à renda, a denota o recíproco da velocidade da moeda quando as expectativas inflacionárias são zero, π são as expectativas inflacionárias, e denota a base do logaritmo natural e b mede a

⁵ Tanzi, em seu estudo, ignora o crescimento da economia pois trabalha com o curto prazo.

⁶ A referência é o estudo de Cagan, Phillip, "The Monetary Dynamics of Hyperinflation" in Studies in the Quantity Theory of Money, ed. By Milton Friedman.

sensibilidade da demanda real por moeda com relação à taxa de inflação antecipada. Ou seja, o valor do expoente de $e - b\pi$ - é a elasticidade da demanda por moeda E_m .

Combinando as equações (1) e (4), expressando as variáveis R e M como razão da renda e assumindo que mudanças de preços são equivalentes à expectativas inflacionárias, a receita proveniente do imposto inflacionário será descrita como:

$$R^\pi = \pi a e^{-b\pi} \quad (5)$$

Esta equação é igual a zero quando a inflação for igual a zero, e alcança sua maximização quando $dR^\pi/d\pi = 0$. Isto ocorre quando a elasticidade da demanda real ($b\pi$) por moeda é igual a 1. Neste ponto, $b\pi = 1$, assim, a taxa de inflação maximizadora da receita é $\pi = 1/b$. Desta forma, as consequências inflacionárias de um dado déficit financiada por criação de moeda irá variar em cada país. “Ceteris paribus, quanto maior a razão de moeda em relação à renda nacional, menor será a taxa de inflação associado a um dado déficit”.⁷

Tanzi, levanta outro elemento importante no que diz respeito à influência da inflação sobre a receita do governo: a defasagem na coleta de impostos. Esta pode durar de 1 mês para países desenvolvidos a 6 meses para os subdesenvolvidos. Assim, cada país possui uma combinação de defasagem na coleta de impostos e uma certa elasticidade da receita com relação à inflação (como enfatizado acima). Os países em desenvolvimento, em geral, possuem baixa elasticidade e longas defasagens na coleta de impostos. As possibilidades são as seguintes:

Elasticidade	Defasagem na coleta	
	Longa	Curta
< 1	A	B
= 1	C	D
> 1	E	F

Fonte: Tanzi (1978)

⁷ Tanzi (1978), pg. 214

As combinações D e F são mais comuns em países desenvolvidos. Uma baixa defasagem na coleta de impostos e elasticidade igual a 1 (combinação D) implica que a inflação terá pouco efeito na receita real. Uma pequena defasagem com elasticidade maior que 1 (combinação F) implica que a inflação aumentará a receita real. A combinação C leva a um decréscimo na receita real quando a inflação aumenta. E esta situação torna-se ainda mais significativa quando a elasticidade é menos que 1 (combinação A). Assim, segundo Tanzi, os casos mais comuns em países em desenvolvimento são os casos A e C. Ou seja, quanto maior a inflação, em países como o Brasil, maior seria a queda da receita proveniente da própria inflação.

Easterly, Rodriguez e Schmidt-Hebel (1994) realizaram estudo empírico em oito países⁸ e encontraram alguns resultados que corroboram a tese de Tanzi: as taxas de inflação que maximizam as receitas da senhoriagem são maiores em países com inflação elevada, do que em países com baixa inflação; na maioria dos países, a influência da inflação foi a de aumentar o déficit nominal do setor público como resultado do aumento de preços no pagamento de juros e na queda de receitas.

Durante o estudo, é bastante enfatizada a seguinte proposição “teoricamente, a relação entre déficits e outras variáveis macroeconômicas depende crucialmente da forma como o mesmo é financiado”.⁹ Ou seja, países que frequentemente recorrem à emissão de moeda, possivelmente incorrerão, no curto prazo, à inflação.

Gustavo Franco (1987)¹⁰, analisando programas de estabilização de algumas economias européias na década de 20, percebeu o quanto o efeito Tanzi (ou o efeito da inflação sobre a arrecadação tributária real) foi importante para se criar a ilusão de um ajuste fiscal mediante os programas de estabilização. A grande contribuição do artigo foi

⁸ Argentina, Chile, Colômbia, Côte d’Ivoire, Ghana, Marrocos, Paquistão e Zimbabuê

⁹ Easterly, Rodriguez e Schmidt-Hebel (1994), pg. 23

¹⁰ Este artigo é uma adaptação do capítulo 9 da sua tese de doutorado “Aspects of the economics of hyperinflations: theoretical issues and historical studies on four European hyperinflations of the 1920’s”

demonstrar como um ajuste fiscal pode não representar um real esforço de austeridade em períodos de estabilização de preços.

Franco explica que a inflação afeta os déficits de duas formas: pelo lado dos gastos, na discussão entre déficits nominais e operacionais, e “da noção de que este último é o conceito relevante para se avaliar *ex-ante* a necessidade e a magnitude do esforço de austeridade associado a um programa de estabilização”. Existem gastos que só existem enquanto há inflação. Logo, a estabilização de preços causaria uma imediata queda nos gastos, sem que haja um esforço de ajuste. O segundo canal provém da piora da arrecadação devido à demora na coleta de impostos, o chamado “efeito Olivera-Tanzi”, ou a influência da inflação sobre a arrecadação. Assim, a estabilização por si só, causaria uma melhora nas receitas, sem que seja condição *sine qua non* uma reforma fiscal para o sucesso de programas de estabilização. Logo, um plano que vise conter a inflação, pode conseguir, sem um ajuste adicional nas contas fiscais, melhorar o quadro das contas públicas.

Ao final do artigo, Gustavo Franco conclui que se os déficits fiscais “somem” quando implementado um plano de estabilização, então, parte significativa dos déficits pode ser creditada à inflação: “A recuperação observada das respectivas receitas tributárias logo após as estabilizações foi absolutamente extraordinária em todos os países. Isso significa, basicamente, que os déficits orçamentários eram predominantemente resultantes da inflação, e nessas circunstâncias é difícil sustentar que o equilíbrio orçamentário foi a chave para as estabilizações. O contrário parece ser verdadeiro em todos os quatro casos. A lição importante a ser repetida é a de que o tamanho do déficit público em um contexto de alta inflação não é suficiente para definir *ex-ante* a extensão do esforço de austeridade associado a uma tentativa de estabilização”.¹¹

II.1.2 – Taxa de Juros e Credibilidade

Segundo Easterly, Rodriguez e Schmidt-Hebel (1994), há duas formas pela qual déficits podem afetar as taxas de juros reais: primeiro, se as taxas não são controladas, um

¹¹ Ibid., pg. 381

alto déficit fiscal financiado com empréstimos domésticos tem como resultado a expectativa de que ocorra um aumento das taxas de juros reais. Em segundo lugar, se as taxas de juros podem e são controladas, a taxa implícita em bens financeiros pode ser uma fonte oculta de receita para o governo.

Os autores também encontraram alguns resultados que relacionam taxas de juros e déficits fiscais: equilíbrios fiscais são altamente correlacionados com taxas de juros reais, ao contrário do que é usualmente dito, de que déficits levam a uma taxa de juros real alta e superávits a baixas taxas de juros reais. Uma possível explicação, dizem os autores, refere-se à associação entre repressão fiscal¹² e déficits fiscais.

Desta forma, torna-se necessário um plano onde se combine um ajuste fiscal, suficiente para estancar os déficits do setor público (e aliviar a pressão deste sobre a inflação) e uma política monetária, que é necessária em qualquer plano de estabilização, uma vez que a inflação tem grande relação com as variáveis monetárias.

A necessidade do ajuste fiscal para acabar com a espiral inflacionária pode ser analisada sob o prisma da dinâmica da dívida pública. Ao observarmos a equação que descreve esta dinâmica, vemos uma associação direta entre o déficit passado, o corrente, o resultado primário e a taxa de juros:

$$D = D_{-1} + J - SP - S + R - P + A \quad (6)$$

onde, J é a despesa com juros, SP é o superávit primário, S é o fluxo de senhoriagem, R é o reconhecimento de passivos ocultos, P é o fluxo de privatizações e A são ajustes patrimoniais.

¹² Ocorre quando você tem um compromisso de gastos (como aumento salarial de funcionários) que é temporariamente não realizado mas permanece como uma ameaça sobre o orçamento. Ou seja, a contenção de gastos está apenas reprimida.

Nesta equação, vemos que uma vez que o governo não ajusta devidamente seus gastos, o déficit não desaparecerá pois certamente o gasto postergado, voltará, e certamente será fator de pressão para a política monetária, que em momentos de estabilização, pode ter seu efeito retardado. Assim, os aspectos fiscais podem se transformar em fontes de inércia e expectativas inflacionárias. Os agentes econômicos, uma vez que não se restabeleceu o equilíbrio fiscal, não darão o crédito de confiança necessário para que se diminua os juros, que possivelmente estarão altos em um momento inicial após a estabilização (Os juros, no momento inicial de um plano de estabilização, estão altos porque, com a inflação baixa, a demanda por moeda crescerá e os juros ajustariam este excesso de demanda por moeda, frente à oferta). Além disso, observa-se mais uma vez que, um estoque de dívida cada vez mais indexada à inflação pode se tornar um grande fator de pressão e deteriorar ainda mais o processo inflacionário. Soma-se à isto o resultado primário, que em ambientes de inflação elevada se deteriora devido ao efeito Tanzi (analisado acima). Desta forma, observa-se mais uma vez a importância que em um plano de estabilização se tenha uma política fiscal consistente associada à uma política monetária de contenção inflacionária.

Dornbusch (1996) aborda o tema, seguindo o argumento de Sargent and Wallace (1986)¹³ e a equação da dinâmica da dívida:

$$b' = (r - y)b - d \quad (7)$$

onde, b' é a taxa de crescimento da dívida¹⁴, r e y são as taxas de juros reais e a taxa de crescimento do produto respectivamente e d é o superávit primário como proporção do PIB. O financiamento do déficit, com a taxa de juros excedendo o crescimento do produto, leva a um aumento da dívida pública. Quanto mais inflação a política monetária permitir, menor será o déficit necessário para ser financiado com dívida e conseqüentemente menor será a acumulação da dívida. Dornbusch reproduziu o argumento de Sargent e Wallace (1986) a respeito do dilema dos planejadores de política econômica: “Com persistentes déficits e taxas de juros reais maiores que o crescimento da economia, o BC terá de optar entre lutar

¹³ “Unpleasant Monetarist Arithmetic” in T. Sargent “Rational Expectations and Inflation”.

¹⁴ Deve-se observar a diferença entre as duas formas de se expor a dinâmica da dívida.

contra a inflação presente com uma política monetária restritiva agora, ou lutar contra a inflação no futuro com uma política monetária expansionista agora. De outra forma, sem a ajuda das autoridades fiscais, lutar contra a inflação com uma política monetária contracionista levará a um aumento da taxa de inflação futura”.

Por fim, Dornbusch explica as consequências de uma política monetária contracionista, que deterioraria o problema da dívida de quatro formas diferentes:

“(i) Uma contração da política monetária significa juros mais altos. Para qualquer nível de endividamento, isso representa maiores serviços da dívida e conseqüentemente uma mais rápido crescimento da dívida.

(ii) Um aperto da política monetária irá reduzir o superávit primário pelo componente cíclico do orçamento – reduz os impostos ou aumentam déficits primários , e aumentam o desemprego

(iii) Maiores taxas de juros diminuem a taxa de crescimento da economia e conseqüentemente tendem a aumentar a velocidade do crescimento da razão dívida/PIB.

(iv) Um aperto da política monetária implica em redução da senhoriagem. Isso, por sua vez, significa uma maior porção do déficit tendo que ser financiado por aumento da dívida“.

Além disso, Dornbusch enfatiza o papel da confiança na condução da política econômica. Segundo o autor, se a política fiscal for expansionista, a política monetária começará a sofrer suspeitas. A pergunta que se faz é: “Conseguem as autoridades monetárias, de fato, perseguirem políticas responsáveis, e por quanto tempo isso ocorrerá antes que o problema do endividamento o forçará a abandonar a contração da política ?“ A desconfiança nasce em ambientes onde há um problema de alto endividamento. E quanto maior este problema, maior o esforço necessário para se alcançar os créditos necessários das autoridades. Este é o grande dilema existente para os planejadores de política monetária

quando a política fiscal não é restritiva o suficiente para a criação de superávits. A presente discussão sublinha o seguinte fato: a simples presença de alto endividamento e a tentação da monetização desta dívida são fontes de inflação, a menos que as autoridades possuam a necessária credibilidade. “Quanto maiores as dívidas, mais provável será a saída inflacionária, e conseqüentemente, maiores serão as taxas de juros, relativas à inflação, que irão compensar os detentores de títulos com a perspectiva da aceleração da inflação”. E quanto maior a credibilidade do Banco Central e dos planejadores de política econômica, menores serão as taxas de juros necessárias para o pagamento destes detentores de títulos.

Evidências recentes de países industrializados, segundo Dornbusch, demonstram que as autoridades monetárias perceberam que o custo de uma alta inflação (que poderia advir de uma taxa de juros muito baixa) para sua credibilidade, e conseqüentemente para as taxas de juros, é maior do que o custo de um endividamento, e portanto, há uma maior preocupação com políticas anti-inflacionárias do que com problemas de orçamento. Assim, conclui Dornbusch que “o problema da dívida é real, mas seu impacto sobre a política monetária não”.

Desta forma, fica clara a necessidade de três elementos cruciais no momento inicial de um plano de estabilização: política fiscal que induza o governo a eliminar os déficits primários, uma política monetária condizente apenas com as necessidades do mercado monetário e a confiança da sociedade e dos mercados nos agentes governamentais.

II.2 - O caso Brasileiro

O Brasil, desde meados dos anos 80, vem tentando corrigir os problemas com a hiperinflação. Desde então, discuti-se a relevância de um ajuste fiscal para combater a inflação. Modiano (1987) ao discorrer sobre o Plano Cruzado (o primeiro de seis planos de estabilização)¹⁵ dizia que: “O Plano Cruzado não indicou regras ou metas de política monetária para complementar o programa de estabilização. Isto não significava, entretanto, que as políticas de controle da demanda agregada fossem consideradas inúteis para uma

¹⁵ Cruzado, Bresser, Verão, Collor I, Collor II, Real.

estabilização dos preços bem sucedida (...) acreditava-se que as políticas monetária e fiscal, embora impotentes frente a taxas de inflação de 200-400 % ao ano realimentadas pela indexação generalizada da economia, recuperariam sua vitalidade diante das taxas anuais de inflação de um ou dois dígitos”. Portanto, observa-se uma crença por parte das autoridades que as políticas fiscais e monetária conseguiriam, por si só, se reerguer após o fim da hiperinflação. No Plano Bresser, o ajuste fiscal foi encarado com mais seriedade, e um plano fiscal foi elaborado. Conforme enuncia Modiano (1988), “o Plano Bresser pretendeu promover uma redução do déficit público conjuntamente com o anúncio do congelamento de preços e salários (...) o risco que se corria com o adiamento de um ajuste fiscal mais severo é que, com a queda das taxas de inflação no curto prazo em função do congelamento, o tratamento das causas fundamentais da inflação ficassem relegado à segundo plano...”. Mais adiante, Modiano explica que à época, muito se debatia qual seria a explicação mais plausível para a inflação registrada na vigência do congelamento. A conclusão a que se chegava na época dizia respeito à “conflito distributivo entre os setores privados e público”. O único resultado obtido à época com os “ajustes” fiscais foi o adiamento da escalada da inflação.¹⁶

Werneck (1989) analisou o a crise de financiamento do setor público, e no que diz respeito à necessidade de uma reforma fiscal para um programa de estabilização, diz o autor que “ independentemente do que possa ser o real papel do déficit público no processo inflacionário brasileiro atual, a maior parte dos agentes econômicos relevantes a ele atribuem um papel central neste processo. Se isto é verdade, a eliminação do déficit público passa a ter função da maior importância, seja na formação de expectativas inflacionárias, seja como determinante da credibilidade de qualquer estratégia de política de estabilização”.

Giambiagi e Além (2000) alertam que uma discussão mais realista acerca de uma necessidade de ajuste no quadro fiscal brasileiro iniciou-se no governo Collor. Nesta época,

¹⁶ Não cabe neste trabalho descrever o que cada programa de estabilização fez em matéria de ajuste fiscal, mas apenas ressaltar que a preocupação fiscal, ou o debate acerca do ajuste fiscal como forma de conter a inflação se inicia no início dos anos 80, quando se formulava o primeiro Plano de contenção da inflação, o Plano Cruzado.

começou-se a discutir no Brasil questões referentes à abertura da economia e intervenção do estado na economia. E de modo geral, a retórica do discurso em favor do ajuste ocorreu associado à idéia de combate à inflação.

Cabe aqui lembrar um importante fato explicitado por Easterly, Rodriguez e Schmidt-Hebel (1994), segundo o qual as consequências dos déficits dependem em grande parte de como são eles financiados. Assim, se o principal instrumento for a senhoriação, a consequência mais natural seria a inflação. Desta forma, uma consequência natural de um grande déficit, se gerenciado por um irresponsável governo, pode ser a espiral inflacionária. Da mesma forma, a relação inversa é a de que quanto maior a inflação, maior o déficit devido à perda de receita.¹⁷

Porém, segundo Giambiagi, o efeito Tanzi não foi significativo no Brasil devido à duas reações das autoridades: a primeira através da sofisticação do sistema de indexação dos tributos que variavam com a inflação, e em segundo lugar, diminuindo o intervalo de recolhimento dos impostos. Somado à isto, o governo Brasileiro formulou uma saída para reduzir o valor real dos gastos, em relação aos valores pré-estabelecidos no orçamento: quando havia uma demanda por uma verba, o governo “empurrava com a barriga” a liberação do dinheiro, de forma a “ganhar” com a inflação, dando assim uma folga para o aumento dos gastos e ao mesmo tempo, recolhendo os impostos da forma mais eficiente possível.¹⁸ Porém, neste ambiente pré-Real, o debate acerca do ajuste fiscal não se encerrava desta forma pois muitos analistas viam estas medidas como artificiais, e embora fossem suficientes para se obter bons resultados operacionais, poderiam acabar gerando expectativas negativas, gerando inflação ainda maior, além de criar um enorme déficit potencial. O governo seria então visto como incapaz de uma reforma, o que geraria uma pressão ainda maior. Desta forma, um plano de estabilização deveria estar baseado na adoção de um ajuste fiscal que não mais dependesse da inflação para conservar a despesa real e reduzisse o déficit estrutural do setor público.

¹⁷ Sobre esta questão, ver Tanzi (1978)

¹⁸ Este efeito foi chamado muitas vezes de “efeito Tanzi às avessas” ou “efeito Bacha” por ter sido o primeiro a teorizar sobre o tema.

Assim Giambiagi complementa a discussão dando um amplo panorama acerca do debate que precedeu o esforço da estabilização em 1994. Havia, segundo o autor, um consenso acerca do fato de que para uma estabilização dar certo, um equilíbrio fiscal era fundamental. Porém, em assuntos mais específicos, existiriam então duas posições dominantes: (a) aqueles que consideravam os ajustes anteriormente citados como precários, e que consideravam possível um esforço fiscal do tipo “once and for all” que permitisse ao governo ter um lastro fiscal até que fossem aprovadas as reformas estruturais de ajuste, que envolviam mudanças constitucionais; (b) aqueles que consideravam os ajustes de 1990-93 precários e não acreditavam em um ajuste apenas temporário. De certa forma, foi o primeiro grupo que ganhou representatividade oficial, e que serviu de base para a aprovação do FSE no início de 1994.

Gustavo Franco (1996) analisa o quadro fiscal do Brasil antes e depois de 1995, e questiona a grande preocupação dos analistas quanto ao ajuste fiscal brasileiro, uma vez que, segundo o autor, não há déficits realmente grandes. Era sim, resultado da grande inflação existente. O grande problema, segundo Gustavo F., é que quando se observava o quadro fiscal brasileiro, olhava-se para o conceito nominal, que logo fora ajustado pela estabilização de preços. Observando a tabela 1, vê-se o porque do questionamento do autor acerca da retórica do desequilíbrio fiscal brasileiro. Para uma boa avaliação da necessidade de ajuste fiscal para um programa de estabilização, dado que tanto os gastos quanto as receitas são altamente sensíveis à inflação (como fora visto por Giambiagi e posteriormente será analisado pelo próprio Gustavo Franco, os gastos tinham uma sensibilidade maior do que as receitas) , deve-se observar não o desequilíbrio *ex-ante* mas o resultado *ex-post* da inflação nas contas fiscais.

Tabela 1: Necessidades de Financiamento do Setor Público (% do PIB)

	1985-89	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Nominal	- 41,6	-29,6	-24,5	-44,3	-58,4	-44,4	-6,4
Operacional	-5,1	1,3	1,2	-2,2	0,2	1,7	-3,5
Primário	0,6	4,5	3,0	2,3	2,6	5,2	1,6

Fonte: Franco (1996)

Para Gustavo Franco, um dos maiores problemas dos últimos anos, no que diz respeito à questão fiscal fora a não execução do orçamento pelos executivos brasileiros. E para isto contribuiu fortemente a constituição de 1988 que vinculou 72 % (antes era de 46,1 %) das receitas à gastos específicos. Assim, uma das principais reformas necessárias para se dar início a um plano de estabilização seria a destruição de grande parte desta vínculo entre receita e gastos. E foi este um dos pilares do Plano Real, a reforma fiscal implementada pela emenda constitucional, o Fundo Social de Emergência.

Em outro artigo, Franco (1995) explica de forma mais detalhada o contraste entre o caso Alemão (onde o efeito Tanzi foi bem forte) e o Brasileiro, onde por força da grande influência da inflação sobre os gastos, relativamente à receita, o efeito Tanzi não se pronunciou de forma significativa. Logo, a estabilização por si só não resolveria o problema Brasileiro de déficits crônicos. Segundo Franco, “dada nossa convivência com a inflação, o sistema tributário está sujeito à indexação diária. A indexação é boa o suficiente para nos permitir dizer que o efeito negativo da inflação sobre a receita está longe de ser decisivo para o ajuste fiscal. Por outro lado, a despesa sofre o efeito da inflação. As autorizações para gastar são fixadas em moeda nominal, embutindo previsões de inflação subestimadas”. Desta forma, o déficit no Brasil é pequeno quando a inflação é alta, mas grande quando a inflação é nula. A inflação é o mecanismo que oculta os déficits, pois além de afetar a despesa, acaba com a receita proveniente do imposto inflacionário.

Por fim, Gustavo Franco analisa a proposição de uma necessidade de ajuste fiscal anterior à qualquer plano de estabilização. Se o governo reduzir a inflação à zero, o déficit

aumenta, o financiamento via senhoriagem é retomado, a economia superaquece e diante da falta de credibilidade, a inflação se acelera novamente. Assim, para Gustavo Franco, o ajuste fiscal deve vir simultaneamente à estabilização.

II.3 - Conclusão

Nesta seção, procuramos resumir alguns resultados, no que diz respeito à importância do ajuste fiscal em um plano de estabilização, e um possível conflito existente entre a política monetária e fiscal na implementação deste plano, além do debate que ocorreu no Brasil acerca dos melhores instrumentos para a estabilização da economia.

Assim, a teoria, de Tanzi, nos diz que a inflação faz a receita aumentar até um certo ponto, para em seguida começar a cair¹⁹. Ou seja, há uma inflação maximizadora de receita. Um outro resultado extremamente importante, e altamente correlacionado à este último, é o de que, em geral, grandes inflações levam à déficits fiscais. A análise empírica²⁰ feita por Easterly, Rodriguez e Schmidt-Hebel e Gustavo Franco corroboram esta tese.

O que devemos nos perguntar é se há necessidade de um ajuste fiscal para que a moeda se estabilize. Percebeu-se que em muitos casos, os déficits fiscais experimentados em épocas de grande inflação (como foram os estudos de caso de Gustavo Franco na década de 20 na Europa) eram apenas resultado de grandes inflações. E assim que a inflação se estabilizou, os déficits diminuiram. Ou seja, o efeito Tanzi foi forte nestes países. E na verdade, um forte ajuste fiscal não era elemento-chave para a estabilização, uma vez que os déficits não eram estruturais. A inflação criava grande parte dos déficits.

Desta forma, antes de julgarem *ex-ante* a necessidade de ajuste para implementarem um plano de estabilização, deve-se observar o quanto os déficits são resultado da inflação.

¹⁹ A queda se dá pela defasagem de tempo entre o fato gerador dos tributos (t) e o seu recolhimento aos cofres públicos ($t + 1$), o que em caso de aumento dos preços, implica uma corrosão do valor real correspondente.

²⁰ Os estudos de caso de Easterly, Rodriguez e Schmidt-Hebel foram feitos em oito países subdesenvolvidos na década de 80, enquanto de Gustavo Franco foram feitos com quatro países Europeus na década de 20.

Por outro lado, caso os déficits sejam estruturais, deve-se corrigi-los devido aos constrangimentos causados pela dívida pública à política monetária. Ou seja, caso o governo incorra em déficits cada vez maiores (mesmo sem inflação)²¹, a dívida pública possivelmente se tornará insustentável. Dessa forma, o país enfrentará problemas de dominância fiscal, onde a política monetária não terá a liberdade necessária para continuar conduzindo a estabilidade da moeda. Além disso, uma dívida pública crescente poderá onerar a sociedade através de juros maiores devido à perda de credibilidade no governo. Ou seja, o governo precisará se financiar através do lançamento de títulos públicos, o mercado cobrará uma taxa muito alta, pois a crença no *default* é cada vez maior e, desta forma, os juros aumentarão apenas em função da falta de credibilidade das autoridades. Um círculo vicioso de falta de credibilidade-juros altos-dívida crescente se formará.

Assim, como observou Dornbusch, para a efetividade de um plano de estabilização são necessários, principalmente três elementos: política fiscal que induza o governo a eliminar os déficits primários, uma política monetária condizente apenas com as necessidades do mercado monetário e a confiança da sociedade e dos mercados nos agentes governamentais.

O caso Brasileiro é fruto de muita controvérsia. Em meados dos anos 80, na formulação do Plano Cruzado, se acreditava em um efeito Tanzi significativo no Brasil. Ou seja, para os planejadores de política econômica não era necessário formular políticas fiscais para o ajuste da escalada inflacionária, pois o simples fato do desaparecimento da inflação era condição suficiente para o fim dos déficits fiscais. A partir do Plano Bresser passou-se a enfatizar o papel importante que as variáveis fiscais tinham sobre a inflação. Giambiagi e Além (2000), porém, disseram que o efeito Tanzi no Brasil não foi importante pois articulou-se algumas medidas de forma a diminuir o efeito reverso que a inflação tinha nas contas do governo. Porém, muitos analistas acreditavam que este ajuste, baseado em manipulações temporais com o orçamento, era frágil demais para um problema que era sim, estrutural. Franco (1996) analisando os resultados fiscais pré e pós estabilização, observou

²¹ Teoricamente, se a inflação causa os déficits, e estes aumentam mesmo após o fim da inflação, é porque os déficits existiam estruturalmente, e um ajuste é necessário.

que o efeito Tanzi existia sim, porém, o efeito sobre os Gastos eram ainda maiores, e o ajuste necessário era a desvinculação das receita sobre gastos, de forma a tornar o orçamento mais flexível.

Ou seja, o debate no Brasil a respeito da necessidade de um ajuste fiscal para estabilizar a moeda, sempre teve como resultado muita discussão, e poucas conclusões. De qualquer forma, todos concordavam que algum ajuste teria de se fazer para que a inflação pudesse ser debelada de forma sustentável. Alguns acreditavam que este deveria vir antes da estabilização e outros durante o plano de contenção inflacionária.

III – A implementação de um plano

Nesta segunda parte do trabalho, seguiremos o seguinte caminho: em primeiro lugar analisaremos o processo de implementação do programa de estabilização em 1994. Começaremos analisando a reforma monetária, implementada via URV, em seguida analisaremos o surgimento do Plano Real. E finalmente, analisaremos a política fiscal do governo Fernando Henrique antes e depois de 1999, e seus resultados.

III.1- A URV

Em junho de 1994 ocorreu uma reforma monetária que visava estancar uma inflação alta e persistente. Desta forma, antes de qualquer coisa, era necessário identificar as principais características daquele processo. E o diagnóstico era o de que “a inflação brasileira era provocada pela combinação de: déficits públicos elevados, financiados predominantemente pela senhoriagem; indexação generalizada de preços e salários; passividade monetária. O processo inflacionário tinha três características. Primeiro, ainda que os déficits públicos fossem elevados, a dívida pública não tinha um crescimento explosivo. Segundo, a indexação generalizada de preços e salários elevava a persistência, ou a inércia, nas taxas de inflação. Terceiro, a oferta de moeda era passiva, o que tornava a senhoriagem endógena, impedindo o crescimento explosivo da dívida pública”²²

Desta forma, o fim da hiperinflação exigia algumas reformas: a monetária, de forma a eliminar a indexação generalizada e modificar a política cambial, e uma fiscal, de forma a reduzir os gastos públicos e induzir o governo a trabalhar dentro da sua restrição orçamentária intertemporal. O que ocorreu foi que a reforma monetária ocorreu, enquanto a fiscal não. A implementação daquela ocorreu da seguinte forma: entre março e junho de 1994, foram separadas duas funções da moeda, a de unidade de conta e a de meios de pagamento. A de unidade de conta foi assumida pela unidade de reajustes de valores, a URV (uma fictícia unidade de conta), enquanto o cruzeiro novo, a moeda corrente do país, se manteve como o meio de pagamento. Todos os preços e salários passaram a ser corrigidos diariamente pela nova unidade de conta. A URV tinha seu valor inicial em cruzeiros reais, equivalente a um dólar e o Banco Central estava autorizado a vender dólares sempre que o preço do dólar, em cruzeiros reais, alcançasse um URV.²³ Esta nova forma de indexação de preços da economia, funcionava com relação aos salários da seguinte forma: o nível salarial seria definido pela média dos últimos quatro meses, computados ajustados pelo URV mas ainda pagos em cruzeiros reais pela taxa do mercado. Após algumas semanas, o governo substituiria todas as formas de indexação pela URV, e o

²² Pastore, A.C. , Pinotti, M.C. (1999), pg. 5

²³ Segundo Franco (1996), a taxa do dólar no mercado em 28 de fevereiro de 1994 era de Cr\$ 647,50.

uso disseminado desta foi um trabalho perfeito de indexação da economia, com um crescente nível de uniformidade no processo de indexação. Em 1º de julho, todas as notas de cruzeiros reais seriam então substituídos por Reais à taxa fixa de Cr\$ 2750,00. Todas as denominações monetárias, os preços, as receitas, os depósitos foram substituídos por Reais de acordo com esta taxa.

III.2 – O Plano Real

O Plano Real teve início então neste ambiente de expectativas quanto ao novo plano de estabilização da economia, o sexto desde o Cruzado. Como fora dito anteriormente, o Plano priorizou em seu início uma reforma monetária, sem dar atenção à reforma fiscal, e isso trouxe algumas consequências importantes no desenrolar das políticas econômicas adotadas em seguida.

O ambiente econômico no Brasil na implementação do Real tinha algumas características importantes a serem avaliadas. Com a queda da inflação, e a consequente queda da senhoriagem para valores pouco significativos²⁴, e além disso, com uma política fiscal expansionista, elevou-se os déficits nas contas correntes. E para evitar que este déficit aumentasse ainda mais, a taxa de juros real teve de ser significativamente aumentada, aumentando assim o custo da dívida pública.²⁵ Esta combinação de taxas de juros acima da taxa de crescimento, com o desaparecimento do superávit primário levava ao crescimento da razão dívida/PIB.²⁶

Além disso, é necessário considerar o efeito da queda da inflação sobre o crescimento da renda e a da demanda por moeda. Estas, somados ao fato de o câmbio estar valorizado resultou em um déficit em conta corrente perto do insustentável. E a explosão da

²⁴ Pastore, A.C. , Pinotti, M.C. (1999), pg. 21.

²⁵ Segundo Garcia e Bevilaqua (2002), o percentual de títulos públicos em 1994 indexados à taxa de juros era de 25 %.

²⁶ Ver equação (7)

demanda agregada logo após a reforma monetária conduziu o Banco Central à prática de juros elevados e controle rigoroso do crédito.²⁷

Em suma, o Plano Real encontrou logo no início de sua implementação uma demanda agregada explosiva, um aumento da renda, um câmbio valorizado, o que devido à omissão governamental quanto ao ajuste fiscal, levou à um altíssimo déficit em conta corrente e à uma política monetária restritiva. Em seguida à este ambiente, já conturbado, o governo enfrentaria a Crise Mexicana em fins de 1994 e início de 1995, elevando ainda mais a taxa de juros. No final de 1994, o governo percebeu que com esta política monetária implementada, seria impossível manter a flutuação cambial, com o perigo de uma acentuação do déficit em conta corrente. E em 6 de março de 1995, foi anunciada o novo regime cambial, de bandas de flutuação. Em junho, novamente houve mudanças de regime cambial, com o estreitamento ainda maior da banda, com as taxas estando quase sempre no limite inferior. Devido à crise mexicana, houve uma pequena fuga de capitais, e após estas mudanças de regras na política cambial, ocorreu uma acentuada saída de capitais, fazendo com que o governo aumentasse ainda mais os juros. Isso resultou em queda do nível de atividade e aumento da dívida pública.

Assim foi a condução da política econômica no início do Plano Real. Um predomínio da política monetária, com a taxa de juros sendo o grau de ajuste em quase todos os momentos, e mudanças nos regimes cambiais, derivados deste aperto monetário e da falta de um ajuste fiscal, que propiciasse um menor déficit em conta corrente e um menor crescimento da dívida pública.

III.3 - Políticas fiscais no Plano Real

Nesta seção daremos atenção às políticas fiscais implementadas no governo FHC. Como vimos no primeiro capítulo, muito se questionou a respeito de sua implementação logo no início do plano, de forma a dar sustentação à política monetária, na condução do

²⁷ De julho a dezembro de 1994, a taxa de juros de curto prazo do BC (over-Selic) foi de 67,4 % ao ano, em média, indo de 122% ao ano, em Julho, a 53,3 % ao ano, em Outubro. O recolhimento do compulsório sobre depósitos à vista passou de 40% sobre seu estoque para 100% sobre os acréscimos

programa de estabilização. Porém, a reforma fiscal esperada não foi feita no momento inicial do plano, mas apenas posteriormente. Assim, vale a pena observarmos quando e como as políticas foram implementadas²⁸, e de que forma contribuíram para dar liberdade à política monetária para a condução da política anti-inflacionária.

Desta forma, em primeiro lugar apenas exporemos as políticas, para em seguida analisarmos o comportamento de alguns resultados fiscais do governo ao longo de toda a gestão Fernando Henrique, como a série de superávits primários e a gestão da dívida pública. A gestão da dívida pública ganhará grande destaque ao longo dos oito anos de FHC pois é exatamente sobre ela que recai o peso do aumento dos juros, causando um possível conflito entre as políticas monetária e fiscal.

III.3.1 – Políticas Implementadas

As políticas fiscais implementadas durante a gestão de Fernando Henrique Cardoso podem ser divididas por dois momentos, antes e depois de 1999. Este ano seria como um ponto de inflexão na política fiscal praticada pelo governo²⁹. Após quatro anos de expansão fiscal, o ajuste ocorreu a partir deste ano para corrigir anos de irracionalidade na gestão da coisa pública. Os aspectos mais relevantes a se destacar na gestão fiscal do primeiro governo FHC são: o Fundo Social de emergência, o acordo com os Estados realizado em 1996-1997, o pacote 51 e as reformas estruturais. A partir do final de 1998, mais precisamente a partir do início de 1999, em razão da crise Russa, e de outros fatores que veremos a seguir, o ajuste fiscal “ortodoxo” era mais do que necessário. As principais medidas a serem analisadas são: o acordo com o FMI, a criação da Lei de responsabilidade fiscal e a importância das receitas extraordinárias. Em seguida, analisaremos os resultados obtidos pelo governo em termos de resultados primários e através do manejo da dívida pública em todos estes anos.

dos depósitos.

²⁸ Há uma importante inflexão no que diz respeito à condução da política fiscal no ano de 1999, segundo mandato de FHC. De fato, neste trabalho, teremos sempre em mente as diferentes posturas fiscais do governo nas duas gestões de FHC.

²⁹ Não só na questão fiscal, 1999 foi o ano que a taxa de câmbio flutuou. Posteriormente, analisaremos as relações entre a política fiscal praticada a partir deste ano e o novo regime cambial.

Políticas fiscais de 1995-1998

O Fundo Social de emergência (FSE):

O FSE foi a única medida de caráter fiscal aprovada na revisão constitucional no início de 1994. Segundo Gustavo Franco (1999a), “Não teria havido Plano Real sem o FSE: alguma medida de emergência era necessária para sairmos do caos fiscal em que nos encontrávamos”. Segundo o mesmo autor, um dos maiores problemas fiscais que ocorreram no país nos últimos anos fora a grande vinculação de receitas para gastos específicos, realizada na constituição de 1988. Isso criava sub-orçamentos, que acabavam gerando novas fontes de demanda por gastos. O ponto crucial para qualquer reforma fiscal seria a destruição desta vinculação. E isso foi precisamente o primeiro passo a ser realizado em busca da estabilização. Através de uma emenda constitucional de 1994, foi criado o Fundo Social de emergência. Porém, uma coisa que deve ficar clara, é a de que o FSE (atual FEF) não é exatamente um fundo, “mas um expediente para lidar com uma praga que vem há tempos corrompendo as finanças públicas, a vinculação de receitas”. Em 1993, estimaram que as receitas não vinculadas não chegavam a 8% do orçamento total. E o objetivo da FSE é exatamente o de desvincular estas receitas, criando um fundo com receitas livres. Esta foi a primeira e única medida que visava reestruturar o quadro fiscal brasileiro na implantação do Plano Real.³⁰ Gustavo Franco explicita a importância da aprovação de uma medida como o FSE, devido ao fato de que o efeito da inflação sobre os gastos, no caso Brasileiro, é maior do que o efeito Tanzi (percebe-se isso devido à inclinação acentuadamente maior da curva de gastos, em relação à de receita). Pelo gráfico 1, observamos que um grande potencial de déficit sob inflação zero é reduzido para um equilíbrio pelo efeito da inflação. E este movimento do gasto, de G1 para G2 representa a implementação do Fundo Social de emergência. Representaria um grande salto de qualidade na situação fiscal, mas não eliminaria o déficit de qualquer maneira. De fato, na ausência de inflação, haveria uma deterioração fiscal em todos os níveis das esferas governamentais. Alguma inflação seria necessária para se diminuir a conta dos gastos, e um

³⁰ O resultado da aprovação de uma medida como o FSE é muito bem explicada em Franco (1996)

novo equilíbrio com acomodação monetária ocorreria (ponto E). Assim, com a redução da inflação, espera-se uma deterioração das contas fiscais, como demonstra o gráfico.

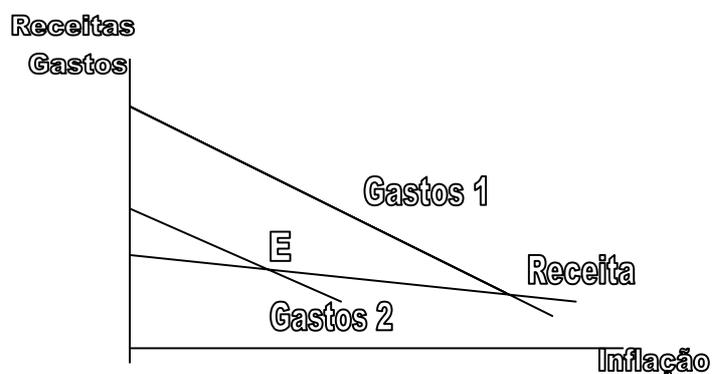


Gráfico 1: efeito do FSE

O Acordo com os Estados:

Teoricamente, sucessivos acordos de renegociação de dívidas com os Estados possuem um problema de *Moral Hazard*, pois, por um lado, “uma vez que incentivaram o endividamento excessivo dos estados no presente, apoiado na crença de socorro financeiro no futuro. Por outro lado, elas contribuíram para o progressivo aperfeiçoamento dos mecanismos de controle das finanças estaduais.”³¹

O acordo com os estados de 1997 foi em parte resultado do Plano Real. Em 1995, muitos estados tiveram sérias dificuldades financeiras, muito em razão dos altos juros praticados pelo governo em função da implantação do Plano Real³². Em resposta à estas crises, o governo federal começou em 1996 um plano de reestruturação das dívidas estaduais, que seriam implementadas conjuntamente com um programa de ajuste fiscal.

³¹ Giambiagi e Rigolon (1999), pg.127

³² À respeito da alta dos juros, ver parte II.1 e II.2 do trabalho

Este plano envolveu, além da reestruturação das dívidas estaduais, perdão de parte das dívidas e uma taxa de juros subsidiada para a dívida reestruturada.

Os Estados Brasileiros começaram a sofrer uma crise fiscal após o Plano Real devido principalmente a dois fatores: o aumento dos salários nominais, que aumentou os gastos com salários de 52.1 % em 1989-1994 em média para 69.8 % entre 1995-1997 em média.³³ O segundo fator foi a adoção das altas taxas de juros na implementação do Real. Durante grande parte do ano de 1995, as taxas de juros reais estiveram acima de 30 %. Na tabela 2, observamos o desenvolvimento da dívida total das esferas subnacionais.

TABELA 2³⁴

Dívida total das esferas subnacionais (como percentagem do PIB)

	1994	1995	1996	1997	1998
1.Dívida	9.50	10.40	11.90	13.00	14.30
Total *					

(*) exclui-se as empresas estatais das esferas subnacionais

Dada esta crise financeira dos Estados e municípios, um acordo logo deveria ser negociado. O primeiro sinal explícito de que um acordo ocorreria foi dado no final de 1995 e começo de 1996. O Banespa (Banco estadual de São Paulo) estava sob intervenção federal desde dezembro de 1994 por problemas de liquidez causados por empréstimos para o governo estadual. Em dezembro de 1995, o governo federal anunciou uma ajuda para o governo de São Paulo para o pagamento de uma dívida no valor de R\$15 bilhões com o Banespa. Esta operação deveria ser aprovada pelo Congresso. E alguns senadores de outros estados disseram que só aprovariam esta medida, caso o governo federal tivesse a mesma postura frente aos outros Estados.

³³ Dados em Bevilaqua (2000)

³⁴ fonte: Bevilaqua (2000), pg. 19.

Em Abril de 1996, o presidente da República organizou um encontro com todos os governadores para resolver os problemas fiscais dos estados. Porém, o processo ocorreria mediante a avaliação de caso a caso. Estas renegociações ocorreram por meses e nenhum resultado concreto fora obtido. O impedimento vinha da resistência dos governadores à exigência do governo federal quanto a um ajuste fiscal dos estados e quanto à privatização dos seus ativos . O que ocorreu de fato foi que, simultaneamente à negociação com os Estados, o governo estabelecia o PROES (um Programa que objetivava a redução do envolvimento estadual em atividades bancárias). Portanto, para sanear as finanças dos Estados, o governo Federal exigia que os bancos estaduais fossem privatizados. Muitos foram os estados que não conseguiram então renegociar mediante aqueles termos. Em Setembro, Minas Gerais (MG) e o Rio Grande do Sul (RS) chegaram a um acordo. Mais uma vez, líderes do Senado exigiam que o governo tivesse com Estados do Norte e Nordeste a mesma postura que tivera com MG e RS. O governo respondeu dizendo que os Estados que quisessem reestruturar suas dívidas com auxílio da federação deveriam entrar no PROES. Dos quatro estados com maior dívida (MG, SP, RS, RJ), SP apresentava grande relutância em aderir ao programa devido ao Banespa. Porém, em Novembro de 1996, ele acabou aceitando os termos, e começou o processo de privatização do Banespa.

O resultado das negociações políticas entre o governo federal e os estados resultou na Lei 9496, de 11 de Setembro de 1997, que estabeleceu a reestruturação da dívidas nos seguintes termos: as dívidas foram divididas em duas partes. A primeira foi chamada de “conta-gráfica”, e foi responsável por 20% do refinanciamento da dívida deve ser amortizada até dezembro de 1998 com a privatização dos ativos estaduais. Os outros 80% da dívida tem maturidade de 30 e taxa de juros anuais de 6 % mais correção monetária.³⁵ Como garantia do governo para o serviço da reestruturação da dívida, o governo federal passou a bloquear a receita do ICMS e do FPE e a repassar aos estados, uma vez que eles

³⁵ Os resultados fiscais dos Estados e Municípios nos anos subsequentes ao acordo seriam:

Ítems	Médias Anuais (% do PIB)		
	1995-98	1999-2012	2013-27
Déficit Operacional	2,1	-0,2	0,4
Despesas com juros reais	1,7	0,7	0,4
Déficit Primário	0,4	-0,9	-0,1

Fonte: Giambiagi e Rigolon (1999)

pagassem corretamente a dívida com a União. Esta taxa de 6 % foram as taxas de juros subsidiadas pelo governo federal uma vez que as taxas de juros do mercado são muito mais altas que essa.

Resultados finais do acordo estão nas tabelas 3, 4, 5, 6:³⁶

Tabela 3 : Renegociação das dívidas estaduais de 1997 – Montante renegociado

	Valores	Percentagem do PIB dos Estados (média)
Resultado Total	R\$ 89.354,60	11,65 %

Tabela 4: Renegociação das dívidas estaduais de 1997 – Montante perdoado

	Valores	Percentagem do PIB dos Estados (média)
Resultado total	R\$ 7.916,43	1,03 %

Tabela 5: Renegociação das dívidas estaduais de 1997 – Montante refinanciado

	Valores	Percentagem do PIB dos Estados (média)
Resultado total	R\$ 80.582, 24	10,50 %

Tabela 6: Renegociação das dívidas estaduais de 1997 – Montante refinanciado

	Amortização (“conta gráfica”)	Maturidade	Taxa de juros
Resultado Médio	13 %	29.9	6.3

Com estes resultados, espera-se uma deterioração da dívida pública do Governo Central e uma melhora acentuada das contas fiscais das esferas subnacionais, uma vez que

³⁶ Fonte das tabelas de 3-6: Bevilaqua (2000), pgs.: 26-29

a dívida dos Estados foi federalizada, e os Estados passaram a contar com os subsídios da União.

O Pacote 51

O ano de 1997 ficará marcado no mundo financeiro como o ano da crise Asiática. O Brasil sofria com o contágio dessa crise, através da diminuição dos fluxos de capital externo. Além disso, o Brasil já vinha adotando de 1995 à 1997 uma política fiscal expansionista com grande aumento dos gastos públicos, gerando déficits primários.

No final de 1997 o Brasil apresentou um pacote com diversas medidas de contenção fiscal, de forma a atenuar a crise externa e melhorar o saldo das finanças públicas (para esta deveria ser adotada o quanto antes um ajuste pois a consequência mais natural seria um aumento explosivo da dívida pública devido aos sucessivos déficits primários e à alta dos juros, provenientes da crise Asiática). Este conjunto de 51 medidas ficou conhecido como “Pacote 51”. As principais medidas deste pacote foram: aumento da alíquota de imposto de renda sobre aplicações financeiras de 15 % para 20 %; estabelecimento de limite global de 20 % nas deduções e benefícios do IRPF, além do aumento da alíquota incidente sobre rendimentos de 25 % para 27,5 %; criação do imposto sobre heranças; elevação do imposto de importação em 3 %; aumento do IPI para automóveis e bebidas, dentre outras. Dentre estas medidas, as que tiveram maior resultado são as referentes ao aumento da receita, enquanto as de corte de gastos não conseguiram ser muito bem implementadas. Grande parte deste pacote passou a ser válido a partir de janeiro de 1998 e foi em parte responsável pela pequena reversão do déficit primário que se registrava.

Segundo José Serra (1997)³⁷, o governo tinha três grandes objetivos que eram “primeiro, mostrar à comunidade internacional que o governo brasileiro tem capacidade de iniciativa para enfrentar as dificuldades e, com isso, melhorar o ânimo dos investidores e credores estrangeiros a respeito de nossa economia (...) O segundo objetivo foi promover um aperto fiscal a fim de compensar a expansão do déficit público que virá com o aumento

³⁷ Serra, J. Folha de S. Paulo, Opinião, pg. 1-2. Edição de 17 de Novembro de 1997.

dos (...) Em terceiro lugar, procura-se reduzir diretamente o déficit em conta corrente do balanço de pagamentos (...) Esse resultado viria da contenção das importações (decorrência da contração da demanda doméstica) e da elevação dos subsídios aos exportadores via adiantamentos de contratos de câmbio, os ACCs, ou do peteleco nas tarifas de importação, entre outras medidas”. De fato, o resultado primário, de 1997 para 1998 melhorou um pouco, passando de 0,24 % do PIB, para – 0,55 % do PIB, registrando então uma melhora no resultado fiscal de 0,75 % aproximadamente. E parte deste aumento ocorreu graças ao aumento da arrecadação, devido ao pacote 51.

Porém, o governo não obteve a esperada recuperação fiscal, que era o grande objetivo com o pacote. Como Franco (1999b) frisou, “O fracasso do esforço fiscal empreendido em fins de 1997 (o "Pacote 51") teve conseqüências desastrosas para a nossa economia e o seu aspecto mais perturbador é que não se tem uma explicação clara para o que ocorreu. Como é que uma "melhoria" nas contas públicas de 2,5% do PIB se tornou uma "piora" maior que a melhoria proposta ? Como pode ser ? (...)quando se ouviu de alguns parlamentares, especialmente depois da votação em segundo turno da CPMF na Câmara, algo como "o ajuste fiscal acabou", ou "está feito". Foi exatamente assim que começou a ruína do pacote fiscal de 1997 (...) O pacote de 1997 falhou porque nossas instituições e práticas ligadas à confecção e execução do orçamento público, nas três esferas de governo, são primitivas, profundamente inadequadas ao nosso tempo, e trazem vieses no sentido do déficit muito difíceis de serem evitados. Pacotes feitos dentro desse quadro institucional terão sempre poucas chances de funcionar (...)Num sistema onde o instrumento básico de política fiscal é a repressão fiscal, qualquer aumento de receita eleva a capacidade de se atender a essas obrigações reprimidas e destrói a única boa desculpa de todo tesoureiro diante de uma obrigação líquida e certa: não há dinheiro. Como o dinheiro apareceu, os pedidos se avolumam, os pleitos são legítimos e regulares, e os atrasados, às vezes, são vergonhosos. O dinheiro acaba desaparecendo como gota d'água na panela quente. A lição do "Pacote 51" é simples e dura: no atual regime fiscal, é alta a probabilidade de novos impostos gerarem despesa em igual montante e com um agravante, a complacência. Como o pacote "resolveu" o problema então podemos relaxar e, quem

sabe, liberar outras tantas coisas, ou criar novos programas e relaxar ainda mais os controles agora que tudo está "em ordem". “

Reformas estruturais:

Houve muita retórica quanto à necessidade das reformas estruturais da economia. Estas constituíam:

- a) mudanças nas contas fiscais de estados e municípios;
- b) Privatização;
- c) Reforma previdenciária;
- d) Reforma do sistema financeiro

No que diz respeito à mudança das **finanças estaduais e municipais**, houve diversas mudanças: a privatização da maioria dos bancos estaduais (como já foi visto, esta era uma contrapartida para a reestruturação das dívidas estaduais com a União)³⁸; a restrição à prática das Antecipações de Recursos Orçamentários (ARO's) que constituíam mecanismos de endividamento junto ao sistema financeiro ; inibição do mecanismo dos precatórios; renegociação das dívidas estaduais e municipais, federalizando as dívidas mobiliárias estaduais e municipais, em troca da centralização de algumas receitas futuras; a Lei de Responsabilidade Fiscal(LRF)³⁹.

A continuidade do **processo de privatizações** no governo FHC teve como principais símbolos as empresas de telecomunicações e a Vale do Rio Doce. A venda de empresas estatais teve como resultado uma redução de uma potencial fonte de gastos públicos, associados aos investimentos necessários nestas áreas. Além disso, o processo de privatizações pode ser visto por dois outros prismas: no mundo inteiro ocorria desde meados dos anos 80 uma transformação do papel do Estado, passando de Estado produtor para Estado Regulador. Uma outra forma de observar este processo diz respeito ao aumento

³⁸ Esta era uma fonte constante de financiamento de governos estaduais, que já estavam excessivamente endividados. As chamadas “torneiras de déficits”.

³⁹ A LRF será discutida com maiores detalhes posteriormente.

da eficiência econômica dos serviços quando utilizados pelo setor privado. Como bem frisou Franco (1998), “A privatização permite a ampliação do investimento privado e redução do gasto público pois consiste em transferir responsabilidades de investimento para o setor privado e simultaneamente em elevar a poupança pública (na medida que as receitas são usadas para o cancelamento de dívidas), assim desonerando o Estado para gastos com políticas sociais e fomentando investimentos privados”. O Brasil, no início dos anos 90 já não possuía capacidade para realizar os investimentos necessários em diversos setores, principalmente aqueles com grande utilização de tecnologia de ponta, e por isso, deu-se a inevitável venda de empresas como a CVRD, energia elétrica, a rede de telecomunicações, a siderúrgica, além do sistema bancário estadual e municipal. Isto gerou uma maior eficiência de serviços, diminuiu a pressão sobre gastos em investimentos, e possibilitou diminuir uma parte do estoque da dívida pública, que deixaria o governo menos vulnerável ao aumento das taxas de juros.

Gustavo Franco (2000) acredita que as empresas estatais eram uma influência perniciosa para as finanças públicas por quatro motivos: ”(i) em média, dão prejuízo e pagam poucos impostos; (ii) exigem aportes do Tesouro para fazerem investimentos, os quais, quase sempre, fazem pela metade; (iii) quando dão lucro, a taxa de retorno é pífia especialmente se comparada ao custo dos recursos, ou seja, ao custo da dívida pública; e (iv) invariavelmente são focos de geração de obrigações previdenciárias e trabalhistas muito além do que conseguem custear a partir dos beneficiários, ou seja, estão repletas de passivos ocultos e “direitos” adquiridos pelas corporações “.

Com o programa de privatização no Brasil, de 1991-2002, haviam sido vendidos ativos da ordem de R\$ 87,2 bilhões e foram transferidos aos compradores dívidas de R\$ 18,1 bilhões, o que causa um impacto de R\$ 105,3 bilhões para o cofre do setor público.⁴⁰ Os resultados fiscais obtidos com esta continuidade do processo de privatizações em termos primários pode ser observado na tabela 7. Em 1995 os resultados primários das estatais

⁴⁰ Resultados em www.bndes.gov.br/privatizacao/resultados/. O que esse resultado representou em termos fiscais para o governo, será visto na parte dois desta seção.

estaduais e municipais juntas somam 0,5 % do PIB em 1995, e próximo de zero ou mesmo um superávit a partir de 1999, contribuindo para um ajuste fiscal do setor público brasileiro.

Tabela 7: Resultado Primário das empresas estatais (% PIB)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Empresas Federais	1,63	0,41	0,28	0,27	-0,24	0,67	0,93	0,63	0,45
Empresas Estaduais	n.d	-0,46	-0,19	-0,18	-0,07	0,01	0,14	0,30	0,1
Empresas Municipais	n.d	-0,02	-0,01	-0,02	-0,04	-0,02	0,00	0,01	0,00
Total	1,19	-0,07	0,08	0,07	-0,35	0,66	1,07	0,94	0,55

(-) déficit. n.d. Não disponível

Fonte: Gaimbiagi (2002)

A reforma previdenciária pode ser dividida em dois componentes: o regime dos servidores aprovada em 1998, e que permitiu: restrição de idade mínima para as futuras aposentadorias para o funcionalismo, combinada à um aumento no requisito de idade, aumento que seria maior para aqueles que tinham menos tempo de serviço; criar condições para a incorporação de futuros quadros de carreira ao regime geral do INSS, sem os privilégios atuariais do regime dos servidores e criando fundos de pensão para os novos entrantes, para que não se deteriorasse ainda mais o déficit previdenciário na entrada de novos funcionários.

Para o regime do INSS, Giambiagi (2002), explica de forma bastante sucinta as modificações principais: “a reforma constitucional de 1998 permitiu “desconstitucionalizar” a fórmula de cálculo dos futuros benefícios, criando assim condições para que ela fosse definida na legislação. Isto foi feito posteriormente, já no governo 1999/2002, com a aprovação da Lei do chamado “fator previdenciário”. Esta Lei determinou que as aposentadorias a serem concedidas a partir de então seriam o resultado da multiplicação de dois componentes: a média real do universo representado pelos 80 %

maiores salários de contribuição do indivíduo, começando a contar desde o Plano Real de junho de 1994 para evitar problemas acerca de como inflacionar os valores anteriores ao plano; o “fator previdenciário”, inferior à unidade para os casos de aposentadorias precoces e crescente – podendo ser superior a 1 – em função da idade do indivíduo e do seu tempo de contribuição “. ⁴¹

Estas mudanças contribuíram para diminuir o déficit do INSS que crescia rapidamente, até a diminuição do déficit em 2000. Muito se deve à esta contenção à nova fórmula pois ela inibe as aposentadorias precoces e a subdeclaração de rendimentos. A tabela 8 mostra a evolução do déficit do INSS e uma pequena melhora em 2000. Porém, vê-se também na tabela que em 2001, após um aumento do salário mínimo, o déficit previdenciário volta a ter crescimento significativo.

Tabela 8 – Arrecadação líquida do INSS – benefícios Previdenciários

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
INSS	0,16	0,00	-0,08	-0,32	-0,78	-0,98	-0,92	-1,09	-1,29

Fonte: Giambiagi (2002)

A reforma do sistema financeiro é composta por quatro componentes:

- (i) a aprovação do Programa de estímulo à Reestruturação e ao fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER)
- (ii) privatização de bancos estaduais
- (iii) Maior abertura do setor financeiro ao capital internacional , aumentando a concorrência no sistema

⁴¹ Novamente, veremos logo adiante, o resultado de tais medidas na contenção do déficit previdenciário e consequentemente para o déficit do setor público.

- (iv) Exigência do BC aos bancos de adoção de critérios mais rígidos para a concessão de créditos, melhorando assim a saúde do sistema financeiro.

Estas mudanças possibilitaram ao Brasil passar por crises como as da Ásia, da Rússia e por uma mega desvalorização em 1999, sem sofrer imensos abalos.

Os resultados fiscais do Governo em razão destas reformas foram os seguintes: a dívida pública bruta aumentou, porém em contrapartida aumentou seus ativos na forma de créditos junto aos bancos que foram socorridos. Giambiagi (2002) afirma que isso “gerou um prejuízo, na forma de descasamento entre o valor do passivo e do ativo extras ao longo do tempo, prejuízo este estimado em torno de 1 % do PIB”. Porém, Giambiagi continua afirmando que em comparação com o ônus que outros países tiveram nas crises financeiras do período, o aumento do endividamento brasileiro representa quase nada. Isso sem contar que o sistema financeiro brasileiro se fortaleceu após isto.

De forma geral, as reformas estruturais não resultaram em melhorias nas contas públicas por cinco motivos: (i) as reformas foram insuficientes; (ii) as mais importantes delas – a administrativa⁴² e a previdenciária – só foram aprovadas em 1998; (iii) os efeitos das medidas, muitas vezes demora a aparecer; (iv) a economia de modo geral desacelerou em 1998, o que gera, por si só, uma queda nas contas públicas devido à queda de arrecadação; (v) por um empenho governamental abaixo do necessário na condução das políticas.

Desta forma, mesmo com diversas tentativas de ajuste – FSE, pacote 51, reformas estruturais e acordo com os Estados – as contas fiscais do Setor Público não se ajustaram.

⁴² A reforma administrativa que não foi citada como uma das quatro reformas estruturais nada mais foi do que a permissão da demissão, em nível estadual e municipal, de pessoal que gozava de estabilidade.

Tabela 9

Necessidade de Financiamento do Setor Público: 1995-1998 – Conceito Nominal
(% do PIB)

Discriminação	1995	1996	1997	1998
Governo Central				
Superávit Primário	0,52	0,37	-0,32	0,58
Juros Nominais	2,9	2,93	2,31	6,03
Déficit Nominal	2,38	2,56	2,63	5,45
Estados e Municípios				
Superávit Primário	-0,18	-0,54	-0,73	-0,21
Juros Nominais	3,39	2,16	2,3	1,83
Déficit Nominal	3,57	2,7	3,03	2,04
Empresas Estatais				
Superávit Primário	-0,07	0,08	0,07	-0,36
Juros Nominais	1,25	0,68	0,51	0,17
Déficit Nominal	1,32	0,6	0,44	0,53
Setor Público				
Superávit Primário	0,27	-0,09	-0,98	0,01
Juros Nominais	7,54	5,77	5,12	8,03
Déficit Nominal	7,27	5,86	6,1	8,02

Fonte: Giambiagi e Além (2000)

(-) = déficit

Pela tabela 9, observa-se uma deterioração do resultado primário do Setor Público de 0,27 % do PIB em 1995 para um déficit de 0,09 % e 0,98 % do PIB em 1996 e 1997 respectivamente. O resultado em 1998 melhorou um pouco, tendo o Setor Público um superávit de 0,01 % do PIB. Porém, como se observará mais adiante, este não é nem de longe o resultado primário necessário para uma estabilização da dívida pública como proporção do PIB, que em fins de 1998 só crescia.

O mais importante fato a se enfatizar neste momento é a fracassada tentativa de ajuste do Setor Público Brasileiro na primeira gestão de FHC.

Políticas fiscais de 1999-2002

Acordo com FMI

O Brasil começava o ano de 1998 bem, considerando a crise Asiática vivida no ano anterior, que aumentou os juros acima dos 40 % ao ano. Em Agosto de 1998 a Rússia declara o *default*. O mercado de capitais internacional que já estava escasso desde a crise do Sudeste Asiático, agora havia desaparecido, principalmente para os países emergentes. Circulava o boato de que “a bola da vez” seria o Brasil. As previsões para as contas externas do Brasil não fechavam. Após as eleições presidenciais, na qual FHC venceu com larga margem sobre o candidato de oposição, Lula, o Brasil anunciou que estava negociando um pacote de ajuda com o FMI, que duraria três anos. O pacote seria constituído de US\$ 42 bilhões, que contaria com a ajuda, além do FMI, do Banco Mundial, BID (Banco inter-americano de desenvolvimento) e de tesouros de diversas potências mundiais que seriam destinados ao país sob a forma de um acordo *stand by* por um período de 36 meses.

O Brasil necessitava ajustar seu quadro fiscal, algo que não fora feito nos quatro primeiros anos do governo Fernando Henrique. Uma das principais exigências do FMI era exatamente esta, um rigoroso ajuste fiscal. Na carta de intenções do Brasil ao FMI, havia algumas medidas que seriam adotadas dali para frente:

- “Para promover uma queda sustentável nas taxas de juros ainda em 1999, o governo anunciou um substantivo programa de ajustamento fiscal. Este programa determinou como um objetivo para o balanço primário do setor público consolidado, um superávit equivalente a 2.6 % do PIB em 1999. Este superávit aumentará em 2000 para 2,8 % do PIB e para 3 % do PIB em 2001. (...) este aumento no superávit primário é esperado para estancar o aumento da dívida pública em relação ao PIB em 2000”.⁴³

⁴³ IMF - BRAZIL - MEMORANDUM OF ECONOMIC POLICIES. Nov. 1998

- O ajuste fiscal será feito por todos os níveis de governo. O superávit para o nível federal será de 1.8 % do PIB em 1999, 2.0 % em 2000 e 2.3 % em 2001.
- Para alcançar estas metas, o governo anunciará medidas de corte de gastos e aumentos de receitas da ordem de 3 % do PIB em 1999.
- Os principais impostos que terão aumento são o CPMF (de 0,2 % para 0,3 %), um aumento no COFINS de 2 % para 3 % e um aumento da contribuição dos planos de pensão dos servidores públicos da ordem de 9 %
- Os Estados e Municípios irão contribuir com o superávit primário com 0.4 % do PIB em 1999, aumentando 0,5 % do PIB a cada ano, até 2001.
- As empresas estatais irão contribuir (embora as privatizações tenham limitado o poder da contribuição destas empresas) com 0.4 % do PIB em 1999, 0.3 % do PIB em 2000, e 0.2 % em 2001.
- “O governo federal planeja fazer mudanças fundamentais na administração das suas finanças. Um elemento chave neste esforço será a nova Lei de responsabilidade fiscal, que será submetida ao congresso em Dezembro”.⁴⁴
- O governo em 1999 estará comprometido com a continuidade do processo de privatizações. Em especial aos serviços públicos como o setor elétrico, alguns bancos estaduais como o Banespa, gás, água e outros serviços de utilidade pública.
- No gerenciamento da dívida pública, o Banco Central e o Tesouro Nacional darão prioridade ao alongamento da maturidade da dívida, de forma a diminuir grande parte das necessidades de refinanciamento. A esparada queda dos juros e o retorno da confiança irão dar a possibilidade para um aumento dos títulos pré-fixados, a um custo aceitável. Além disso, é intenção do BC limitar o aumento dos títulos indexados ao dólar, além do já citado aumento progressivo da maturidade, isso de acordo com as disposições do mercado.

⁴⁴ IMF - BRAZIL - MEMORANDUM OF ECONOMIC POLICIES. Nov. 1998

As outras medidas previam manutenção do regime cambial, continuidade do processo de abertura, com diminuição de tarifas, além da expectativa pela oportunidade de uma queda das taxas de juros, assim que a confiança se reestabelecesse. A política monetária continuaria tendo como meta a inflação baixa, de forma a demonstrar que a queda das taxas de juros só ocorreriam caso houvesse condições para isto.

O acordo previa, além disso, uma revisão de indicadores do país a cada 3 meses, para ter a garantia que os objetivos e promessas estavam sendo cumpridos. O dinheiro, que seria liberado aos poucos, estava condicionado à este cumprimento de metas.

Com este acordo e com todas as intenções declaradas em carta ao FMI, o ajuste fiscal finalmente viria. Após 4 anos de sucessivos aumentos de gastos, o Brasil viveria uma fase de ajuste fiscal, com aumentos de impostos e cortes de gastos. A imagem externa do país estava melhorando com o pacote de ajuda do FMI, porém em dezembro de 1998, ao mesmo tempo que o acordo estava selado, o Congresso derrubara uma das medidas mais importantes para o ajuste fiscal, e além disso, em janeiro, Minas Gerais dá um calote na sua dívida com a União. Estes fatos, vistos de forma conjunta no exterior, minava novamente a credibilidade que país estaria alcançando com o acordo. Isto acabou culminando na desvalorização de 15 de janeiro de 1999.⁴⁵ Neste mesmo ano, uma revisão de metas com o FMI mudara os objetivos da política econômica do Brasil, no que diz respeito ao superávit primário. De acordo com o novo acordo, as metas para o governo Central seriam de 2,30 %, 2,65 % e 2,60 % do PIB em 1999, 2000 e 2001 respectivamente. Para Estados e Municípios, as novas metas eram de 0,4 %, 0,5 % e 0,65 % do PIB para os mesmos anos. E para as estatais, as metas seriam de 0,4 %, 0,10 % e 0,10 % do PIB e 1999-2001, respectivamente. No total, o setor público Brasileiro deveria gerar um superávit de 3,10 %, 3,25 % e 3,35 % do PIB nos anos de 1999 à 2001 respectivamente. Esta revisão tiveram duas razões: primeiro, houve uma perda de credibilidade pelos motivos alentados acima no momento do acordo, e além disso, devido à desvalorização ocorrida em janeiro, naturalmente a dívida pública aumentaria, o que geraria um maior esforço fiscal para conter este aumento.

⁴⁵ As consequências desta desvalorização para a dívida pública será examinada com mais rigor adiante.

Desta forma, o resultado fiscal do governo melhorou substancialmente em 1999 em relação à 1998, e nos outros anos subsequentes:

Tabela 10: Necessidade de Financiamento do Setor Público
(% PIB)

Discriminação	1998	1999	2000	2001
Déficit Nominal	7,47	5,82	3,68	3,63
Governo Central	4,94	2,73	2,3	2,14
Estados e Municípios	2,01	3,16	2,12	2,05
Estatais	0,52	-0,07	-0,74	-0,56
Déficit Primário	-0,02	-3,23	-3,5	-3,69
Governo Central	-0,55	-2,35	-1,88	-1,86
Estados e Municípios	0,18	-0,22	-0,55	-0,89
Estatais	0,35	-0,66	-1,07	-0,94
Juros Nominais	7,49	9,05	7,18	7,32
Governo Central	5,49	5,08	4,18	4
Estados e Municípios	1,83	3,38	2,67	2,94
Estatais	0,17	0,59	0,33	0,38
(-) superávit				

fonte: Giambiagi (2002), pg. 4

Pela tabela, observa-se que as novas metas com o FMI foram na maioria das vezes cumpridas, sendo que o mais importante, o resultado do setor público consolidado, foi alcançada a meta com relativa folga nos tres anos do acordo.

A vantagem do novo acordo para o Brasil foi que as autoridades Brasileiras conseguiram convencer os membros do Fundo a tomarem o déficit primário ao invés do nominal como medida de postura fiscal. A variação da dívida (a NFSP – Necessidade de Financiamento do Setor Público) passou a ser uma meta indicativa. Isso foi importante na medida que “liberou” a política monetária, sem restringi-la a algum possível aumento dos juros que viesse a comprometer o resultado nominal do governo. Além disso, se os juros tivessem que subir, o governo teia que se submeter a todo momento no Congresso para aumentar o ajuste fiscal.

O acordo firmado com o FMI estabeleceu as novas bases fiscais da política econômica do governo brasileiro dali em diante. O ajuste, que não ocorreu no primeiro mandato mesmo com todas as políticas analisadas acima, ocorreria a partir de 1999, mediante o compromisso de austeridade fiscal, resultados primários significativos, corte nos gastos e aumento nos impostos. Foi este acordo, então, o ponto de inflexão da política fiscal nas duas gestões do governo Fernando Henrique Cardoso.

*Lei de Responsabilidade fiscal (LRF)*⁴⁶

A Lei de responsabilidade Fiscal foi considerada por alguns especialistas como uma revolução em termos de política fiscal adotada no Brasil. Nas palavras de Franco (2000b), “A Lei de responsabilidade Fiscal (LRF) era para ser uma revolução. Seria a “mudança no regime fiscal” capaz de reverter algumas décadas de negligência e de deterioração nas instituições e práticas ligadas à política fiscal. Com esta revolução, seríamos também capazes de tornar possível e sustentável a estabilidade da moeda”.

Mas em que consiste esta Lei ? “A LRF representa uma série de diretrizes gerais que devem balizar as autoridades, na administração das finanças públicas dos níveis central, estadual e municipal”.⁴⁷ Consta nesta lei, diversos artigos que determinam, entre outras coisas, tetos para despesa com pessoal, limitação para o endividamento público, regras rígidas para gasto com pessoal em fim de mandato das autoridades⁴⁸, vedam a possibilidade de refinanciamentos ou postergação de dívidas entre entes federativos, o que elimina a possibilidade da “socialização de prejuízos tantas vezes imposta no passado ao tesouro nacional por parte dos estados inadimplentes”.⁴⁹ Em que consiste a revolução da LRF ? A inovação desta lei está na limitação de gastos, dentro de cada esfera governamental – municipal, estadual e federal. Este limite imposto às esferas do setor

⁴⁶ Lei Complementar nº101, de 04.05.2000

⁴⁷ Giambiagi e Além (2000), pg. 193.

⁴⁸ O que tínhamos antes na administração pública era um boom de gastos dos governadores e prefeitos em fins de mandato, adotando a famosa política do *stop and go*, onde muito se economiza no começo do mandato, para ao final, gastar além do orçamento e fazer o sucessor.

⁴⁹ Giambiagi e Além (2000), pg. 193.

público, diz respeito à gasto com pessoal, como proporção da receita corrente líquida (RCL):

- Governo central: 50 % da RCL, sendo 2,5 % para o legislativo; 6 % para o judiciário e 41,5 % para o executivo
- Esfera Estadual: 60 % da RCL, sendo 3 % para o legislativo; 6 % para o judiciário e 51 % para o executivo
- Esfera Municipal: 60 % da RCL, sendo 6 % para o legislativo e 54 % para o executivo

Os efeitos da Lei não foram imediatos. Porém, visivelmente ela foi um avanço (ou uma revolução) em termos de legislação das finanças públicas em um país como o Brasil, acostumado a distribuição de benefícios e corrupção com o dinheiro público, principalmente nas esferas subnacionais.

De acordo com o Ministério da Fazenda, a grande contribuição da LRF é incentivar os governantes de todas as esferas a terem responsabilidade fiscal, uma vez que um relatório de gestão fiscal é disponibilizado para a população, e com isso, haveria uma maior cobrança da população sobre os seus executivos, havendo uma certa punição eleitoral para aqueles que forem irresponsáveis com o dinheiro público.

Receitas Extraordinárias

As receitas extraordinárias⁵⁰ obtiveram papel fundamental no ajuste fiscal que ocorreu a partir de 1999. O principal exemplo de receita extraordinária é a CPMF.⁵¹ Porém, muitos são os exemplos de cobranças deste tipo: além da CPMF, as concessões,

⁵⁰ Seguimos aqui a definição de receitas extraordinárias como o fez Giambiagi (2002), pg. 21.

⁵¹ Aprovada em fim de 1993 com a denominação de IPMF (Imposto Provisório sobre movimentação financeira), o imposto foi extinto um ano depois, mas inaugurou uma prática constante nos anos posteriores, ou seja, contar com receitas que seriam temporárias para aumentar a arrecadação, e “ajustar” o quadro fiscal.

IRPF adicional, IR nas aplicações e remessas ao exterior, Fundo de Estabilização Fiscal⁵², recebimento de atrasados, entre outras. Em 1996 o somatório destas receitas chegou a 0,5 % do PIB, em 2002 estava em 2,8 % do PIB. O ápice da arrecadação deste tipo de receita foi em 1999 com 3,2 % do PIB.

O fato de estas receitas serem temporárias conduz à seguinte questão: e quando acabarem estas receitas ? A análise desta questão converge para a combinação de dois elementos: as despesas futuras deverão diminuir como proporção do PIB e a prorrogação dessas receitas, com alíquotas declinantes, ou mesmo a transformação em receitas permanentes através da mudança na legislação.

Porém algumas destas receitas, como a CPMF, carregam em si alguns problemas, embora sejam grande fonte de arrecadação para o governo. Segundo estudo de Albuquerque (2001), a CPMF, “no equilíbrio, reduz o estoque de capital, a produção e os salários (...) ao tributar a liquidez nos mercados de capitais ela reduz o dinamismo econômico e gera alocação ineficiente de recursos (...) a alíquota sobre os juros pago pelo governo é negativa, significando dizer que, sob a ótica da despesa, a CPMF contribui para o aumento do déficit público. Este resultado mostra que nem todo aumento de arrecadação gerado pela CPMF é real, graças aos maiores pagamentos de juros pelo governo”. Ao final do artigo, Albuquerque mostra que a arrecadação do imposto comporta-se como na Curva de Laffer, e que o ponto ótimo de alíquota seria bastante baixa.

A questão importante a se ressaltar aqui é o resultado de impostos como a CPMF sobre as despesas do governo. Se a alíquota não for baixa o suficiente, pode gerar ineficiência na alocação de recursos e perda de dinamismo na economia, o que poderia acabar gerando um maior déficit fiscal. A principal conclusão empírica de Albuquerque para o Brasil foi a de que, embora tenha gerado enorme receita para o governo, a CPMF é uma dos obstáculos para a queda dos juros.

⁵² Nova denominação para Fundo Social de Emergência (FSE) – analisado acima

III.3.2 – Resultados obtidos: 1995-2002

Nesta subsecção analisaremos os resultados obtidos pela política fiscal dos governos FHC. Para isto, observaremos a evolução dos resultados primários e da dívida pública.

Resultados primários

Tabela 11: Necessidade de Financiamento do Setor Público

Conceito Primário (% do PIB): 1995-2001

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002 ^{*53}
Setor Público	-0,27	0,09	0,98	-0,02	-3,23	-3,5	-3,69	-3,5
Governo Central	-0,52	-0,37	0,32	-0,55	-2,35	-1,88	-1,86	-2,25
Estados e Municípios	0,18	0,54	0,73	0,18	-0,22	-0,55	-0,89	-0,7
Estatais	0,07	-0,08	-0,07	0,35	-0,66	-1,07	-0,94	-0,55

fonte: Giambiagi (2002)

(-) = Superávit

* previsão

Nesta subsecção, objetivamos apresentar uma breve análise da evolução dos resultados primários ao longo de todo governo Fernando Henrique. Como observado anteriormente, a primeira gestão FHC caracterizou-se por grande expansão fiscal, com um aumento dos gastos de 6 % ao ano em média, várias tentativas de ajuste, porém sem sucesso. A segunda gestão, porém, apresentou-se sob forte ajuste, com um rígido acordo com o FMI, reformas que “revolucionaram” a gestão fiscal de todas as esferas, a LRF, e a obtenção de receitas cada vez maiores, provindas de fontes temporárias.

Em 1995, observamos na tabela 11 que o Setor Público obteve um pequeno superávit de aproximadamente 0,3 % do PIB. Em 96 e 97, o governo obteve déficits primários de aproximadamente 0,1 % e 1 % do PIB respectivamente. Porém de 1997 à 1998, o governo Central obteve uma melhora significativa e melhorou seu resultado

⁵³ Embora a previsão de Giambiagi (2002) tenha sido um superávit da ordem de 3,5 % do PIB, em Novembro o governo tem como meta um superávit de 3,88 % do PIB

primário. Isto foi fundamental para que o Setor Público passasse do alto déficit registrado em 97 para um pequeno resultado positivo em 98 de 0,02 % (parte desta melhora em função do pacote 51). O superávit primário do Governo Central em 98 foi resultado principalmente das receitas extraordinárias, como a CPMF.⁵⁴

Esta política fiscal expansionista propiciou um déficit médio de 0,2 % do PIB entre os anos de 1995-98.

A partir de 1999, sob a vigência do acordo com o FMI, o país passou a viver sob uma restrição orçamentária efetiva. Observe a variação do superávit fiscal do governo de 1998 à 1999. De um resultado praticamente nulo, o governo passou a possuir um superávit da ordem de 3,25 % do PIB. Outro fato importante a se observar na tabela 11 é o de que 1999 é o primeiro ano (desde 1995) que os Estados e Municípios possuem superávit primário. Além disso, é a primeira vez que todas as esferas de governo juntamente às empresas estatais, possuem todas, superávits em seus resultados primários. Desde então, em praticamente todos os anos o resultado primário se expandiu.

A melhora dos resultados dos Estados e Municípios se deve a “ação combinada de três vetores: i) o amadurecimento progressivo das ações do Governo Federal em relação à situação fiscal das unidades subnacionais; ii) o marco institucional de atuação dos Estados; e iii) a atitude das autoridades estaduais e locais”.⁵⁵ Em suma, os elementos fundamentais foram o acordo com os Estados e a mudança institucional gerada pela LRF. Quanto ao governo Central, o resultado deriva do acordo com o FMI primordialmente, que fez com que o Governo expandisse suas receitas, elevando a carga tributária em aproximadamente 35 % do PIB. Os resultados das estatais ocorreram em decorrência das privatizações que tiveram sucesso quanto ao objetivo de diminuir os déficits gerados.

Ou seja, o começo da segunda gestão de FHC representou uma renovação na política fiscal, antes expansionista. O acordo com FMI exigiu o sacrifício de todas as

⁵⁴ Para ver as estatísticas das receitas do governo Central neste período, ver Giambiagi (2002).

⁵⁵ Giambiagi (2002)

esferas governamentais, e proporcionou o esplêndido superávit primário médio de 3,5 % entre 1999-2002.⁵⁶

Manejo da dívida pública Brasileira: 1995-2002

Nesta subseção, realizaremos uma breve demonstração e análise da evolução da dívida pública Brasileira. O que se discutiu na literatura Brasileira, as reais razões para o extraordinário aumento da dívida e quais as possíveis soluções futuras são objeto de nossa análise.

A dívida pública Brasileira tem sido um dos grandes destaques dos noticiários econômicos nos últimos anos, principalmente após a desvalorização da moeda em 1999. Muito se discute a maturidade, a forma de indexação e o tamanho do endividamento do Setor Público, que no final de 2002 está chegando a aproximadamente 65 % do PIB. A dívida pública cresceu de 1995 à 2002 de aproximadamente 30 % do PIB para 56 % do PIB.⁵⁷

Goldfajn e Paula (1999) realizaram um estudo teórico acerca da composição ótima da dívida pública. Um resultado importante a que se chegou foi o de que “a composição ótima depende, antes de mais nada, da distribuição de probabilidade conjunta dos diversos choques que afetam a economia. Assim, a adoção de determinado indexador ou denominação é uma questão que deve ser resolvida de acordo com o caso em questão e com a estrutura de covariância entre diversas variáveis macroeconômicas...”. Ressalta-se além disso, que “a escolha da categoria da dívida (prazo e indexação) pode ser relevante para a consistência de uma política de estabilização”. Isso porque ao diminuir o *duration*⁵⁸ da

⁵⁶ Este resultado médio leva em consideração a previsão de Giambiagi de 3,5 % do PIB para o ano de 2002. Se levarmos em consideração a meta do Ministério da Fazenda para este ano, de 3,88 %, a média para o período é 3,58 %.

⁵⁷ Segundo Ministério da Fazenda, até maio a dívida pública total do setor público estava em 56 % do PIB. Porém, não se deve perder de vista que, devido às eleições e algumas turbulências externas, o câmbio desvalorizou muito e isso teve efeito imediato no estoque da dívida pública, chegando a mais de 60 % do PIB em Setembro.

⁵⁸ Goldfajn e Paula (1999) definiram Duration como “a elasticidade do valor do título em relação ao retorno pago por tal ativo”. Além disso, os autores dizem que “títulos indexados apresentam um duration menor do que os títulos nominais de mesma maturidade...”, pg. 3.

dívida, aumentando o número de títulos indexados, as autoridades econômicas aumentam a credibilidade da política anti-inflacionária, pois diminui o benefício que o governo levaria ao inflacionar a economia posteriormente. Ao longo do artigo, os autores expressam algumas variáveis a que se deve levar em consideração na gestão da dívida pública: risco orçamentário, credibilidade, sinalização, risco de rolagem, liquidez e risco de reindexação da economia. Cada uma destas variáveis levam a um tipo de política como o encurtamento da maturidade dos títulos, o aumento da indexação da dívida, dentre outras possibilidades na escolha da categoria da dívida.

A conclusão do estudo de Goldfajn e Paula foi que “governos que necessitam aumentar a credibilidade da sua política monetária deveriam aumentar a parcela da dívida indexada da sua dívida, com a finalidade de reduzir as dívidas quanto ao uso oportunista da inflação”.

Para analisarmos a recente evolução da dívida pública Brasileira, devemos levar em consideração, principalmente, alguns fatores como: alta dos juros devido às crises internacionais, esqueletos e desvalorização cambial após 1999.

Garcia e Bevilaqua (2002) realizaram detalhado estudo a respeito da evolução da dívida pública no Brasil no período 1995-2000. Dado que o grande ponto de inflexão na estrutura da dívida ocorreu em 1997, o estudo preenche grande parte do tempo relevante para se avaliar as principais influências na evolução da dívida pública.

A dívida pública do Setor público Brasileiro no período em questão (1995-2000) evoluiu de um patamar de 30,38 % para 46 % do PIB.

A partir do lançamento do Plano Real, a estrutura e o tamanho da dívida mudou bastante. Até a crise Asiática, o fluxo de capital era relativamente constante e a dívida estava sendo gradualmente alongada. Após Outubro de 1997, quando estourou a crise no leste Asiático, o mercado de capitais internacionais se caracterizou pela intensa volatilidade nos mercados emergentes, e isso teve impacto imediato sobre a dívida pública. Após a crise

Russa em 1998 e um semestre de fuga de capitais do país,⁵⁹ o país resolveu adotar o câmbio flutuante em janeiro de 1999, inaugurando uma nova fase no Plano Real. Seguindo o estudo de Garcia e Bevilaqua, esmiuçaremos abaixo a evolução do tamanho e da composição (denominação, indexação e maturidade) da dívida.

Tamanho: A dívida aumentou aproximadamente oito vezes nestes seis anos. Após um início de estabilidade no início do plano, a partir de meados de 1995, houve uma acentuação no aumento do endividamento. Em 1995, a dívida era de R\$ 60 bilhões, enquanto no ano 2000, já era de R\$ 490 bilhões.⁶⁰

Denominação e indexação: Toda dívida federal é denominada em Real, com exceção da dívida externa, que é denominada em moeda estrangeira. A dívida nominal evoluiu de 30%-40 % do PIB em 1994-1995 para 60 % em 1996, 50 % até a crise Russa em maio de 1998 e 3,5 % em dezembro de 1998. Após a nomeação das novas autoridades monetárias em Março de 1999, este percentual voltou a subir. Os títulos indexados à inflação⁶¹ obtiveram uma queda acentuada no período devido à uma decisão política para que se parasse a emissão deste tipo de títulos pois poderia causar a volta da inflação. A dívida indexada ao dólar passou de 10 % do PIB em 1994-95 para 7 % em 95-96, 15 % em 97, 21 % em 98 e 30 % em 1999. Porém, a grande parte dos títulos em 1999 estava indexada pela taxa de juros de curto prazo: em 94-95 era de 25 %, passando para 42 % em 1998 e 60 % em 1999. O ápice deste tipo de título ocorreu em dezembro de 1998, quando 70 % dos títulos era indexada às taxas de juros. Com a desvalorização, parte da emenda por títulos migrou para os indexados ao dólar. Em 2000, este tipo de título possui aproximadamente 52 % do total da dívida.

Maturidade: Até a crise Asiática, a maturidade da dívida aumentou apesar do aumento do percentual de indexação nominal. Após Outubro de 1997, o círculo virtuoso da economia Brasileira chegou ao fim. Devido à crise, o BC aumentou a taxa de juros TBC de

⁵⁹ As reservas internacionais do país diminuíram em aproximadamente US\$ 45 bilhões.

⁶⁰ Goldfajn (2002) com dados mais recentes, de maio de 2002, mostra que a Dívida Líquida do Setor Público atingiu R\$ 708,5 bilhões (56 % do PIB).

⁶¹ O índice de preços utilizado é o IGP-M.

20,7 % para 43,4 %. Logo, o BC e o Tesouro não queriam lançar títulos de longa maturidade, pois à esta taxa de juros, e com a inflação à 5 % ao ano, a política de títulos de longo prazo era insustentável. Desta forma, foi havendo a substituição para títulos de curto prazo. Ainda assim, estas taxas de juros puseram o orçamento do governo em um insustentável caminho. A crise de confiança se instalou devido à possibilidade do *default*. A única possível saída para o país se financiar era então lançar títulos com maturidades cada vez menores. Em 1998, após a crise Russa, mesmo os títulos de baixa maturidade (três ou seis meses) se tornaram muito custosos para os possuidores destes títulos, e o mercado para os títulos de 3, 6 meses e um ano desapareceu. Com isso, o BC recorreu aos títulos de *zero-duration* e teve de rolar a dívida com maior frequência. Após Maio, devido à estratégia de colocar apenas títulos indexados, a maturidade média tendeu a subir e o risco de rolagem a cair. Porém, isto ocorreu a um certo custo: se as taxas de juros futuras deveriam subir no futuro, o orçamento fiscal iria ficar comprometido. O mesmo foi válido considerando a desvalorização. No final de 1998, a maturidade média diminuiu novamente devido ao contágio da crise Russa. Após 1999, com a desvalorização, a maturidade aumentou.

Garcia e Bevilaqua seguem, tentando achar uma explicação para este expressivo aumento de tamanho da dívida entre os períodos considerados. Partindo da restrição orçamentária, chega-se à uma identidade contábil:

$$(1) \text{Dívida Total} = \text{Passivos} - \text{Ativos}$$

$$(2) \Delta(\text{Títulos domésticos}) = \text{déficit primário} + \text{pagamentos de juros} + \text{Ajustes} + \Delta(\text{Ativos domésticos}) + \Delta(\text{Ativos Estrangeiros}) - \Delta(\text{outros títulos domésticos}) - \Delta(\text{Dívida externa})^{62}$$

Os autores encontraram a explicação para uma variação R\$ 429 bilhões. A grande parte da variação da dívida federal (67 %) deve-se aos déficits federais obtidos.

Para fazer a mesma decomposição para a dívida total, deve-se considerar ainda três importantes fatores: a contabilidade de Estados, Municípios e Empresas Estatais;

⁶² Para ver como se chegou da equação (1) para a (2), ver Garcia e Bevilaqua (2002).

acrescentar as receitas das privatizações; e por fim, considerar os ajustes devido aos “esqueletos”.⁶³ Após todos estes ajustes, foi encontrado que o grande responsável pelo aumento da dívida do Setor Público foi o pagamento de juros (90,67 %). O segundo fator que mais deteriorou a dívida pública foram os esqueletos (34 %). As receitas de privatizações foram responsáveis pela diminuição de 20,85 % da dívida.⁶⁴

Após as explicações de cada conta separadamente, os autores fazem uma importante ressalva que vale a pena descrever “Uma palavra de precaução é necessária. Pode-se inferir devido à análise anterior que a explosão da dívida pública Brasileira deve-se exclusivamente à uma política de juros altos, e se os juros fossem menores, a dívida não teria explodido. As taxas de juros estão altas, não só devido à decisão política do Banco Central, mas devido à uma situação fiscal crescentemente relaxada no momento inicial do sucesso do Plano Real, que combateu a inflação”

Buscando explicar uma possível sustentabilidade para a dívida pública no futuro, Goldfajn (2002), resumiu as razões para a deterioração da dívida pública nos anos recentes: “(i) o reconhecimento de cerca de 10 % do PIB em dívidas não explicitadas (chamados esqueletos); (ii) os superávits primários do setor público menores antes de 1998; (iii) a depreciação real significativa a partir de 1999; (iv) as taxas de juros reais elevadas”. Goldfajn descreve a implementação de três reformas institucionais que foram significativas para que a trajetória futura da dívida pública se torne favorável: em primeiro lugar, os acordos de reestruturação das dívidas dos Estados ocorrida em 1997, aumentando o superávit dos governos Estaduais e Municipais, em segundo lugar o programa de estabilização fiscal, implementado em 1998, que estabeleceu metas de superávits primários, e finalmente, a LRF, aprovada em 2000, que serviu para um maior controle das finanças de todas as esferas de governo.

Assim, Goldfajn conclui nesta nota, que a trajetória da dívida é sustentável devido ao quase esgotamento dos esqueletos, à implementação destas reformas, que possibilitarão

⁶³ Esqueletos são antigas dívidas do Estado, que foram reconhecidas posteriormente.

⁶⁴ Para ver a decomposição de cada elemento, e sua contribuição para o aumento da dívida do Setor Público, veja, Garcia e Bevilaqua (2002), pg. 25.

superávits primários, se assim quiserem os governantes, e a crença de que a moeda brasileira não irá se desvalorizar como ocorreu de 1999 até 2002.

Desta forma, o país estava com uma dívida pública altamente indexada à taxa de juros e ao câmbio, e isso poderia trazer alguns problemas de atrito entre as políticas monetária e cambial e fiscal.

Carneiro e Duarte (2001) analisaram a evolução dos aspectos internos da dívida pública. A preocupação gira em torno do fato de a dívida pública ser crescentemente indexada às taxas de juros, e o temor de que as discussões da política monetária sejam dominadas pelos efeitos negativos causados por uma política monetária contracionista sobre a dívida pública.

Entre 1996 e 1998, a política fiscal pode ser considerada expansionista, com o aumento de gastos. Além disso, “ao mesmo tempo em que a interrupção da queda de juros, por força da crise asiática, aumentava novamente os riscos de que a manutenção do deslizamento cambial gradual decretasse a volta da dominância fiscal”.⁶⁵ Com a mudança do regime cambial em 1999, houve a expectativa de que os juros caíssem, porém, a interrupção da queda em 2000 e 2001 mostrou a influência que tem o prêmio de risco (soma do risco cambial com o risco país) sobre o endividamento público.

Carneiro e Duarte (2002), voltaram ao tema da dominância fiscal. A dívida pública, segundo os autores, é resultado dos déficits fiscais do governo e da dificuldade encontrada pelo mesmo para financiá-los. Se a dinâmica da dívida apresenta uma trajetória explosiva, então, a percepção dos agentes econômicos é a de que o país possivelmente não pagaria seus credores.

O país vivia dois grande problemas até então: os altos juros que incidem sobre a dívida pública (e a percepção de um possível *default* só aumenta estes juros) e o câmbio desvalorizado, devido à uma crescente indexação da dívida pública ao dólar.

⁶⁵ Carneiro e Duarte (2001), pg. 7

Assim, “recentemente, as condições de solvência macroeconômica têm sido analisadas em conjunto com a liberdade para a condução da política monetária. No caso Brasileiro, uma vez que a política monetária foi a estrela da recuperação da maior confiança na moeda pós-desvalorização, é natural que as atenções se voltem para os limites a essa liberdade que podem estar no horizonte, impostos por preocupações com a trajetória do endividamento público. A preocupação com a evolução da dívida pública torna-se, assim, parte da análise das condições de que dispõe o País (em particular o Banco Central) para conduzir a política monetária com vistas à recuperação da confiança. Os efeitos fiscais negativos que os aumentos de juros podem impor à condução da política monetária, dão origem ao que tem sido denominado de “dominância fiscal”. Trata-se de um quadro no qual a cura monetária para as pressões inflacionárias desperta a desconfiança sobre as possibilidades futuras de contenção fiscal”.

Com um exercício de simulação da trajetória da dívida, Carneiro e Duarte, encontram que uma evolução futura favorável está muito dependente da possibilidade do Governo gerar altos superávits nos próximos anos.

A conclusão que Carneiro e Duarte chegam é a de que “o perfil do endividamento público Brasileiro tem agravado o conflito entre as políticas fiscal e monetária”.

Muito se deve aprender de experiências internacionais. Países que tinham alto endividamento como o Brasil, aumentaram o esforço de ajuste fiscal, e reverteram a situação. Notadamente a Itália, tinha um déficit nominal médio de 10,4 % entre 1981/95, e de 3,2 % entre 1996/2000. Esta reversão notabilizou-se devido ao esforço de ajuste primário de quase 5 % em média entre 1996 e 2000. Outro caso é o da Grécia que obteve um déficit nominal médio de 10,8 % do PIB entre 1981 e 1995, e um déficit nominal médio de 3,4 % do PIB entre 1996 e 2000. Para isso, novamente, o país recorreu ao ajuste fiscal da ordem de 6 % do PIB no resultado primário.

Desta forma, para o futuro, espera-se uma maior contenção fiscal, a fim de que o endividamento brasileiro diminua, a confiança seja restaurada, diminuindo, assim, o risco Brasil, criando condições propícias para a diminuição dos juros. Desta forma, acredita-se que o Brasil possa entrar em um círculo virtuoso na dinâmica da dívida pública e no crescimento da economia.

III.3.2 – Conclusão

O ajuste fiscal, proclamado por todos como necessário para que o Plano Real não afundasse, como os outros anteriores, não ocorreu exatamente no início do Plano, em 1995. Uma medida, de caráter emergencial foi aprovada, e o governo se utilizou dela por quase dois anos para tentar contra os déficits fiscais.

A primeira gestão de FHC foi caracterizada por aumentos das despesas, déficits fiscais e juros altos. Isso resultou em crescente endividamento público. O problema de dominância fiscal começou a se materializar, e quanto mais os juros subiam, tanto por conjunturas externas, como internas, mais a dívida pública crescia. A política monetária estava assim, sob forte perigo de perder sua credibilidade. Bastava que o mercado observasse que a política fiscal estava influenciando em demasia as decisões das autoridades monetárias.

A segunda gestão iniciou-se em 1999 com uma mudança de postura do governo. A política fiscal foi relativamente ajustada com a aprovação da LRF e a vigência do acordo com o FMI. Além disso, o câmbio, antes sob uma banda, passou a flutuar. Porém, mesmo com o ajuste possível, a dívida pública continuou crescendo em função do problema da dominância fiscal, que de 1999 à 2001 se materializava sob a forma de aumentos de juros, e em 2002 começou a ocorrer também devido ao recente aumento do dólar.

O problema de dominância fiscal, devido aos juros e ao câmbio, revela um ponto de fragilidade da política macroeconômica do governo FHC. Ao indexar, em demasia, a

dívida pública ao câmbio nos últimos anos⁶⁶, o governo tem problemas fiscais quando ocorre qualquer cenário de restrição externa, como ocorre hoje em dia, com uma acentuada aversão ao risco por parte dos investidores internacionais. Ao mesmo tempo, com o câmbio aumentando, a inflação passa a ser outro ponto de pressão. Com isso, mais uma vez a política monetária e fiscal entram em conflito devido à política de juros que o governo deveria adotar.

A principal sugestão para converter este processo vicioso em dinâmica virtuosa é a implementação de um ajuste ainda maior por parte das autoridades na política fiscal. Dada que a carga tributária do Brasil é de aproximadamente 35 % do PIB, politicamente é inviável que se realize um aumento de impostos. Desta forma, o governo deve encontrar espaços para uma diminuição das despesas. Pelo lado das receitas, uma reforma tributária que racionalizasse a coleta de tributos poderia manter a base de incidência fiscal e aumentar a arrecadação. Pelo lado das despesas, uma reforma previdenciária (que teve um esboço no governo FHC) deve ser aprofundada. Além disso, deve-se racionalizar os gastos sociais, dado que observa-se enorme ineficiência alocativa das despesas nas áreas sociais.

Com isto, espera-se que haja uma retomada da confiança no país, o crédito externo retorne, o dólar possa cair, diminuindo parte da pressão da inflação. Além disso, a adoção do ajuste fiscal vigoroso abre espaço para uma queda futura dos juros, e uma diminuição no futuro da dívida pública. Dessa forma, o círculo virtuoso se torna: aumento da confiança no manejo da política macroeconômica – diminuição da pressão do dólar – queda dos juros – diminuição da dívida pública – aumento da confiança nas autoridades do país.

⁶⁶ A dívida pública indexada ao câmbio já ultrapassa os 40 %, se considerarmos os títulos fora da carteira do BC e as operações de *swap*.

IV – Política Fiscal no futuro da estabilização Brasileira

Nesta terceira seção, enfatizaremos o papel da política fiscal no futuro da estabilidade da moeda brasileira. O ano de 2002 foi particularmente confuso para os agentes econômicos. Após um ano de 2001 cheio de crises como a da energia, o 11 de setembro, a deterioração do cenário Argentino, o país entrou em 2002, esparançoso de que dias melhores viriam. Porém, o cenário não se mostrou tão favorável, a restrição externa se aprofundou, o crédito ficou escasso, e o país viveu o clima incerto que toda eleição carrega⁶⁷, ainda mais sendo o candidato de oposição, líder em todas as pesquisas, durante praticamente toda a eleição. Desta forma, o país vivia então, mais um ano de crises.

A estratégia de políticas macroeconômicas se mostrou frágil em um aspecto importante: a administração da dívida interna pública. Principalmente nos últimos dois anos, o governo vinha indexando parte da dívida ao dólar e à taxa de juros. A provável vitória de um candidato de oposição, aliado à crise americana e à escassez de crédito externo fazia com que o dólar subisse à níveis cada vez mais altos. E quanto maior a depreciação da moeda brasileira, maior era a demanda de títulos públicos indexados à moeda americana, devido à demanda por *hedge* de grande parte dos investidores.

Desta forma, a evolução da dívida pública nos últimos anos demonstrou forte aumento dos títulos pós fixados e cambiais, e isso se mostrou uma política frágil, pois a dívida pública estaria sujeita às variações da taxa de juros e do câmbio. O governo passou a conviver com o problema de dominância fiscal atacando em duas frentes: a dívida indexada ao dólar e aos juros.

Nesta subseção, através de um exercício de simulação, semelhante ao que Dionísio e Heck (2002) fizeram, procuramos saber qual o superávit primário necessário para a redução de alguns pontos percentuais da relação dívida pública / PIB. Porém antes,

⁶⁷ Este fato de que a eleição carrega incertezas econômicas não pode se estender ao argumento de que seria preferível que não houvesse eleições em troca de uma maior estabilidade, pois já se comprovou no Brasil que, (i) o trade-off “liberdade x estabilidade” não é válido, pois a liberdade política da sociedade é essencial para o desenvolvimento de uma nação, (ii) momentos antidemocráticos que o país viveu no passado não é um bom exemplo de estabilidade econômica.

observaremos como se comporta a dívida pública à luz das novas variáveis macroeconômicas, câmbio, inflação e crescimento esperado para 2002-2007. Tentaremos ao final da seção responder à seguinte questão: a situação fiscal piorou como restrição depois da flutuação cambial ?

A evolução da dívida pública⁶⁸ dependerá dos pagamentos com juros, da variação cambial sobre determinadas parcelas dessa dívida, do resultado primário e da emissão de moeda para financiar esta dívida:

$$\Delta D_{t+1} = \alpha \cdot i_{t+1} \cdot DI_t + \beta(\Delta e_{t+1} + i^{pré}_{cb})DI_t + (1 - \alpha - \beta)DI_t \cdot i^* + (\Delta e_{t+1} + i^{pré}_{ext})DE_t + DfP_{t+1} - \Delta M_{t+1}$$

onde, D é o estoque de dívida líquida total, DI é o estoque de dívida interna líquida, DE é o estoque de dívida externa líquida, α e β denotam as parcelas da dívida atreladas à taxa Selic e ao câmbio respectivamente, e é a taxa de câmbio nominal, i é a taxa de juros nominal (pós-fixada), i^* é a taxa de juros pré-fixada, $i^{pré}_{cb}$ é a taxa pré dos títulos cambiais, $i^{pré}_{ext}$ é a taxa pré da dívida externa, DfP é o déficit primário do Setor Público e M é o estoque nominal da Base Monetária.

Se dividirmos a equação pelo PIB de t , Y_t , e utilizando o conceito de taxa de crescimento do PIB ($Y_{t+1} = (1 + g + \pi) Y_t$, sendo g a taxa de crescimento do PIB real e π a taxa de inflação), supondo que não haja financiamento do déficit por meio de expansão de moeda, e denotando as variáveis como proporção do PIB em letras minúsculas:

$$d_{t+1} = \frac{(1 + \alpha \cdot i_{t+1} + \beta(\Delta e_{t+1} + i^{pré}_{cb}) + (1 - \alpha - \beta) i^*)}{(1 + g + \pi)} \cdot d_t + \frac{(1 + \Delta e_{t+1} + i^{pré}_{ext})}{(1 + g + \pi)} \cdot d_{Et} + DfP_{t+1}$$

⁶⁸ A equação da dívida pública é semelhante à equação (6), no capítulo I.1.1, porém, desta vez iremos levar em consideração a variação cambial em determinadas parcelas da dívida.

Com esta equação, é possível simularmos trajetórias para a razão dívida/PIB. Os valores assumidos para α e β serão os valores observados em Setembro de 2002, 41,27 % e 40,67 %⁶⁹ respectivamente. Para as taxas pré fixadas, que remuneram os títulos não atrelados à taxa Selic ou ao câmbio temos o valor é de 20 % ao ano. As taxas pré-fixadas dos títulos cambiais e da dívida externa são 12 % e 6 % respectivamente. As expectativas para as variáveis macroeconômicas são⁷⁰:

Tabela 12: Trajetória para a Dívida Pública

	Tx. de juros média	Crescimento da economia	Taxa de Inflação	Tx. de Câmbio (fim de período)	Déficit Primário	Dívida Pública/PIB
2002	19%	1,21%	10%	3,5	-3,90%	59,6 %
2003	18%	2,0%	9,96%	3,6	-3,75%	58,8 %
2004	16%	3,0%	5%	3,1	-3,5 %	52,92 %
2005	15%	3, %	5%	3,20	-3,5 %	53,08 %
2006	14%	3,0%	5%	3,30	-3,5 %	52,76 %
2007	14%	3,0%	5%	3,40	-3,5 %	52,38 %

Percebe-se que, embora a inflação esperada para o ano de 2002 tenha atingido o patamar de dois dígitos, o crescimento esteja abaixo de de 1,5 %, a taxa de juros terminando o ano à 22 %, tendo uma média de 19 % ao ano e o câmbio estabilizando à um patamar próximo de 3,60, temos uma pequena diminuição da razão Dívida/PIB devido ao excelente resultado primário⁷¹. Com isto, as perspectivas inflacionárias para os outros anos melhoram. Porém, devido ao câmbio ainda alto, a taxa de juros, possivelmente não poderá cair no curto prazo, e ficará em 2003, ainda em torno de 20 %. A manutenção de um forte ajuste fiscal, resultando em um superávit primário de 3,75 % do PIB, proporcionará uma pequena queda da relação Dívida/PIB. Para os outros anos, a queda dos juros, resultando

⁶⁹ Como observou Dionísio e Heck (2002), “Como estas frações são calculadas na posição de carteira avaliada pelo preço da curva de rentabilidade intrínseca dos títulos, estarão sujeitas aos movimentos da taxa de câmbio e de juros. Ou seja, grandes depreciações tendem a elevar o estoque relativo de títulos cambiais, e, por conseguinte, a fração sobre o total da dívida mobiliária federal. Por simplificação manteremos constantes estas frações neste exercício...”

⁷⁰ As projeções para o ano de 2002 e 2003 são do boletim FOCUS do BC, que é uma média das expectativas do mercado. Já as projeções para o ano de 2004-2007 seguem Carneiro e Heck (2002).

⁷¹ Em Setembro a relação Dívida/PIB chegou à 63 % aproximadamente. Em Outubro, recuou para 59,9 % devido à um pequeno recuo do dólar, e de um resultado primário excelente do governo Central. No final do ano, a projeção é que encerre estável, em 60 %.

em um aumento do crescimento e a manutenção de superávit da ordem de 3,5 %, leva à uma ligeira queda da dívida interna como proporção do PIB⁷².

Desta forma, observamos que a manutenção de altos superávits primários são fundamentais para a redução da dívida pública. Embora o câmbio tenha se depreciado muito, em relação ao início do ano, devido, em parte, à forte aversão ao risco no cenário externo, levando à uma pressão da inflação, interrompendo a queda dos juros, que ocorria ao longo do ano, a dívida pode diminuir caso o próximo governo mantenha forte ajuste fiscal. A conclusão à que se chega com este exercício é de que em épocas de fraco crescimento, juros altos e pressão inflacionária, a única saída para evitar um crescente endividamento, principalmente se este está muito indexado às taxas de juros, é manter um forte ajuste fiscal, mesmo que isso signifique, temporariamente, um obstáculo à recuperação da economia. Acredita-se que o estabelecimento da responsabilidade fiscal, e a queda da relação Dívida/PIB, por consequência, proporcionará ao país a possibilidade de uma queda dos juros e um crescimento mais sustentável.

Desta forma, temos que para a diminuição da relação Dívida/PIB, um superávit entre 3,5 % - 4 % são necessários, porém, a queda não se mostrará muito pronunciada. Uma importante questão a ser respondida é se a situação fiscal piorou como restrição após a flutuação cambial. A evidência mostra que após a flutuação, o governo adotou a estratégia de indexar a dívida ao dólar, e isto trouxe sério risco de insolvência ao Setor Público. A consequência da flutuação cambial foi a percepção, pelos agentes econômicos, de uma nova variável de risco, e com isso, o governo foi “obrigado” a prover o mercado de instrumentos de *hedge* cambial.

A conclusão a que chegamos, dada a evidência empírica e o exercício feito acima, foi o de que a situação fiscal piorou como restrição após a flutuação cambial, pois maiores superávits foram exigidos para a tentativa de manutenção de um patamar sustentável da dívida pública. Caso repetíssemos o exercício feito acima, com superávit de 0 %, por

⁷² Nestes cenários, consideramos que não haverão mais esqueletos a serem reconhecidos.

exemplo, encontraríamos uma explosão da relação Dívida/PIB, que levaria o governo, à curto ou médio prazo, à insolvência.

V - Conclusão

Qual seria a principal conclusão que se deve ter acerca do papel da política fiscal no Plano Real ? Após muita controvérsia no início da formulação do Plano, em 1994, se era necessário adotar algum ajuste, a estratégia de política fiscal chega ao final das duas gestões de FHC restritiva. Este debate existente se deve à um antigo questionamento: o ajuste fiscal é condição necessária para a estabilização da economia ? E mais, o ajuste seria condição suficiente ? Algumas análises empíricas comprovaram, que em muitos casos, o déficit fiscal era puro resultado de uma alta inflação. Esse efeito ficou conhecido como “efeito Tanzi” na literatura econômica. Ou seja, para estabilizar a economia não era necessário sanear as finanças do Estado pois esta ocorreria automaticamente com o fim da espiral inflacionária.

No Brasil, durante a década de 80, muito se acreditava que o efeito Tanzi era significativo, e que por isso, não era necessário que se ajustasse o balanço fiscal. Porém, após seis Planos de estabilização fracassados, perceberam que, ou haveria sim um problema fiscal estrutural, que devia ser atacado, ou que o ataque não estava sendo bem feito. Franco (1996) observou que no caso Brasileiro ocorria exatamente o contrário do que pregava a preposição de Tanzi, ou seja, no país, a inflação ocultava o déficit devido aos efeitos que aquela possuía sobre os gastos, efeito este visivelmente maior que sobre as receitas.

O Plano Real resolveu ter início mesmo sem um ajuste fiscal permanente, o que foi fruto de grandes críticas e premonições de fracasso do Plano. Porém, uma medida de fundamental importância foi o FSE, que dotou o orçamento de maior flexibilidade.

A primeira gestão de FHC, quanto à questão fiscal, pode ser chamada de flexível, pois não se realizou as reformas preconizadas no início do Plano. Esta fragilidade fiscal, associada à um câmbio fixo, proporcionou ao país uma política monetária extremamente ajustada. A variável principal, a taxa de juros, passou a ser a medida de ajuste à qualquer crise externa ou interna. Ao mesmo tempo, a dívida interna do Brasil ia crescendo à níveis antes nunca vistos, pois havia uma crescente indexação à taxa de juros. Logo, quanto maior

os juros, maior a dívida, e quanto maior a dívida, maior a crise de confiança nas autoridades, o que levava à juros ainda mais elevados. Este círculo vicioso na economia levou o país à uma situação, chamada na literatura de “Dominância Fiscal”. O endividamento crescente, levava os agentes à duvidar de uma isenção por parte das autoridades monetárias na condução da estabilidade da moeda. Desta forma, a dívida pública passou a ser a questão de preocupação do governo e dos agentes econômicos de modo geral.

Após 1999, no início da segunda gestão de FHC, a política macroeconômica adotada pelo governo sofreu uma mudança drástica: o câmbio passou a ser flutuante, adotou-se o sistema de metas de inflação e o ajuste fiscal ficou à cargo da LRF e das metas do acordo com FMI. E desde então, o governo vêm adotando uma prática na gestão da dívida pública, que se mostra bastante frágil, e mesmo equivocada: a crescente indexação cambial. Esta resultou em um aprofundamento do problema de dominância fiscal pois, além dos juros, o aumento do dólar leva a um aumento significativo. A preocupação aumenta ainda mais, quando a dívida pública não indexada nem aos juros, nem ao câmbio, não chega a 20 %.

Através da dinâmica da dívida pública que utilizamos no na parte III do trabalho, percebemos, através do exercício de simulação realizado, que com as novas expectativas do mercado sobre as variáveis macroeconômicas, o ajuste fiscal será peça chave na gestão da dívida. Caso o próximo governo adote uma postura fiscal menos rígida, o Brasil corre o sério risco de ver a sua dívida crescendo de forma insustentável, o que levará no curto prazo ao aumento do prêmio de risco, o que por consequência, acarreta o aumento da taxa de juros e leva à insolvência no médio prazo.

Uma observação bastante importante é a de que após 1999, ou seja, após a mudança de regime cambial, e a adoção da estratégia de indexar parte da dívida pública ao câmbio, o governo passou a necessitar de enormes superávits primários para não correr o risco de ter uma trajetória explosiva da dívida Pública. Ou seja, a restrição fiscal do governo aumentou, a situação do governo piorou, pois o problema da dominância fiscal aumentou, passando a

depender dos juros e do câmbio, levando o atual governo e o próximo a adotarem uma postura rígida quanto às variáveis fiscais. Isto custará alguns anos de crescimento, mas certamente será um preço muito menor a se pagar do que o ônus de um calote da dívida pública.

Referências Bibliográficas:

- Albuquerque, Pedro H. (2001), “Os impactos econômicos da CPMF: Teoria e Evidência”, Trabalho para discussão BCB nº 21.
- Bevilaqua, Afonso S.(2000), “State-Government Bailouts in Brazil”. Texto para discussão PUC-RJ nº 421.
- Carneiro, Dionísio D. e Duarte, Pedro (2001) “Aspectos internos da Dinâmica da Dívida Pública” em Carta Galanto de Setembro de 2001.
- Carneiro, Dionísio D. e Duarte, Pedro (2002) “Dívida Pública: dolarização e dominância fiscal” em Carta Galanto de Abril de 2002.
- Carneiro, Dionísio D. e Heck, Sylvio (2002) “Dívida Pública: mudança na composição do estoque de títulos públicos federais e cenários pós-eleitorais em Carta Galanto de Outubro de 2002.
- Dornbusch, Rudi (1996), “Debt and Monetary Policy: The Policy Issues”, NBER Working Paper 5573.
- Easterly, William and Schmidt-Hebbel, Klaus (1994), “Fiscal Adjustment and Macroeconomic Performance: A Synthesis” in “Public Sector Deficits and Macroeconomic Performance”, edited by Easterly, William, Rodríguez, Carlos Alfredo, Schmidt-Hebbel, Klaus.
- Franco, Gustavo (1987), “ “Reformas” fiscais e o fim de quarto hiperinflações”, Revista Brasileira de Economia, vol. 41, nº 4, out-dez.1987
- Franco, Gustavo (1995), “O Plano Real”, capítulo 9.

- Franco, Gustavo (1996), “The Real Plan”. Texto para discussão PUC-RJ nº 354.
- Franco, Gustavo (1998), “Novos caminhos do desenvolvimento”, depoimento à comissão de assuntos econômicos do Senado Federal, 17 de Junho de 1998.
- Franco, Gustavo (1999a), “Uma emenda do orçamento equilibrado”, *Jornal do Brasil e Estado de São Paulo*
- Franco, Gustavo (1999b), “Abaixo a repressão fiscal”, *Jornal do Brasil e Estado de São Paulo*
- Franco, Gustavo (2000), “Privatização: as novas fronteiras?”, *Jornal do Brasil e Estado de São Paulo*
- Franco, Gustavo (2000b), “A revolução fiscal apenas começou”, *Jornal do Brasil e Estado de São Paulo*
- Garcia, Márcio e Bevilaqua, Afonso S. (2002), “Debt management in Brazil: Evaluation of the Real Plan and Challenges Ahead”. *International Journal of Finance and Economics* nº 7, pgs. 15-35.
- Giambiagi, Fábio e Rigolon, Francisco (1999), “A renegociação das dívidas e o Regime Fiscal dos Estados”. Texto para discussão BNDES nº 69.
- Giambiagi, Fábio e Além, Ana Claudia (1999), “O ajuste do Governo Central: além das reformas” em “A Economia Brasileira nos anos 90” org. Maurício Mesquita Moreira e Fábio Giambiagi. 1ª ed. – Rio de Janeiro: BNDES, 1999.
- Giambiagi, Fábio e Além, Ana Claudia (2000), “Finanças Públicas: Teoria e Prática no Brasil”, 2ª edição.

- Giambiagi, Fábio (2000b), “A crise Brasileira de 1998/1999 – Origens e Consequências”. Texto para discussão BNDES, nº 77
- Giambiagi, Fábio (2001), “À procura de um consenso Fiscal: o que podemos aprender da experiência Internacional”. Texto para discussão BNDES, nº 89
- Giambiagi, Fábio (2002), “Do déficit de Metas às Metas do déficit: A política fiscal do governo Fernando Henrique Cardoso 1995/2002”. Texto para discussão BNDES nº 93.
- Goldfajn, Ilan e Paula, Áureo de (1999) “Uma nota sobre a composição ótima da dívida pública – reflexões para o caso brasileiro”, Texto para discussão PUC-RJ nº 411.
- Goldfajn, Ilan (2002), “Há razões para se duvidar que a dívida pública no Brasil é sustentável”, Notas Técnicas do Banco Central do Brasil, nº 25, julho/2002.
- IMF - BRAZIL - MEMORANDUM OF ECONOMIC POLICIES. Nov. 1998
- Modiano, Eduardo (1987), “Plano Cruzado: A Primeira Tentativa”, Texto para discussão PUC-RJ nº 171
- Modiano, Eduardo (1988), “Novo Cruzado e Velhos conflitos: O Programa Brasileiro de Estabilização de 12 de Junho de 1987”, Texto para discussão PUC-RJ nº 183
- Pastore, Affonso Celso e Pinotti, Maria Cristina (1997), “Inflação e estabilização: Algumas lições da experiência Brasileira”, Revista Brasileira de Economia, vol. 53, nº 1, jan-mar.1999
- Serra, J. (1997), Folha de S. Paulo.

- Tanzi, Vito (1978), “Inflation, Real Tax Revenue, and the Case for Inflationary Finance: Theory with an application to Argentina” in *Fiscal Policy, stabilization, and growth in developing countries*, ed. By Mario I. Blejer and Ke-young Chu.
- Valor Econômico, 29 de Novembro de 2002
- Werneck, Rogério (1989), “Ajuste fiscal e dispêndios não-financeiros do setor público”, Texto para discussão PUC-RJ nº 218.
- www.bndes.gov.br/privatizacao/resultados
- www.fazenda.gov.br
- www.bcb.gov.br
- www.folha.com.br