

Uma nota sobre a contribuição de Eduardo Guardia

Gustavo H. B. Franco¹

Conheci Eduardo Guardia não mais que ligeiramente, mas acompanhei com interesse sua incrível trajetória profissional ao longo dos últimos anos, pois ela esteve associada a todas as grandes questões fiscais que têm atormentado esta república. Sua jornada se confunde com os debates sobre essas questões e sua contribuição é notável, a cada ponto do caminho, como tem sido revelado em diversos relatos sobre o seu legado².

Queria acrescentar mais um modesto relato aos depoimentos sobre Guardia, com o intuito específico de ressaltar a estatura da sua contribuição através de sua tese de mestrado, que circulou em 1991 e teve sua versão definitiva em 1992. Esse trabalho trouxe uma imensa e pouco conhecida contribuição para a política fiscal brasileira. É sobre esta contribuição de que trata essa nota.

O texto que se segue está dividido em quatro seções: as duas primeiras sobre os achados da tese, e como a tese foi achada, a terceira sobre seus desdobramentos analíticos e práticos e a última sobre sua influência em algumas das principais decisões de política fiscal do Plano Real.

1. A tese

Um registro pessoal

Eu fui jurado do 14º Prêmio BNDES para teses de mestrado em economia, e foi nessa capacidade que tive meu primeiro contato (por escrito) com Eduardo Guardia, cuja tese estava entre as várias dezenas de trabalhos inscritos no concurso.

Não era uma tese exuberante, como costuma ser recomendável e funcional para competições desse tipo, ou para carreiras no setor público. O tema era árido e não comportava soluções fáceis e engenhosas, nem mesmo no plano

¹ O autor agradece a Edmar Bacha e Pedro Malan por comentários e sugestões, isentando-os evidentemente dos erros remanescentes. Agradecimentos também a Flavia Manfrim e Fabio Giambiagi pelo auxílio na pesquisa bibliográfica do texto original da tese de mestrado de Eduardo Guardia, tal como submetida ao BNDES,

² Dentre os quais “O legado de Eduardo Guardia” de Rogério Werneck *O Globo* 29/04/2022 e Ana Paula Vescovi “Eduardo Guardia” *Folha de São Paulo* 01/05/2022. Seu próprio depoimento na série de Podcasts “A arte da política econômica” (também disponível em texto, transcrito no site do IEPE) é excelente mostruário de suas contribuições, <https://iepecdg.com.br/wp-content/uploads/2022/04/TRANSCRICAO-EDUARDO-GUARDIA-rev-ja-edmar.pdf> acessado em 09/05/2022.

da metáfora. Era um olhar lúcido sobre um problema difícil, o primeiro e frequentemente o passo mais penoso de qualquer solução, o de reconhecer o tamanho da dificuldade. Era uma abordagem demasiadamente prática e madura para uma tese acadêmica, e de mestrado.

Mas assim era o autor, como ficaria claro nos anos que se seguiram. Nesse concurso, de fato, sua tese nem ficou entre as cinco premiadas, mas havia algo muito especial nela, talvez mesmo uma descoberta importante que não era óbvia para um olhar distraído. O fato é que para os atentos e agoniados com a hiperinflação no Brasil, e não eram tantos naquele momento por estranho que pareça, aquela tese parecia trazer alguma chave para os enigmas do problema fiscal brasileiro.

Na minha memória, o júri do 14º concurso se reuniu diversas vezes no final de 1990 e no primeiro semestre de 1991, período marcado pelo fracasso do Plano Collor 1, que tinha sido precedido pela pior leitura inflacionária mensal em nossa história, por qualquer índice que se escolhesse, 81,3% pelo IGP-DI e 82,4% pelo IPCA para o mês de março de 1990. Em razão do Plano Collor 2, a inflação média mensal do primeiro semestre de 1991 ficou ao redor de 12%, mas acelerou para cerca de 20% mensais no segundo semestre. Para alguns tínhamos uma inflação inercial estabilizada, para outros a hiperinflação.

Pouco tempo depois, em 1993, a tese de Eduardo Guardia seria assunto de muita conversa em Brasília nas vésperas do anúncio do PAI – Plano de Ação Imediata -, a primeira iniciativa fiscal importante da equipe econômica do novo ministro da Fazenda – Fernando Henrique Cardoso -, o quarto ministro da Fazenda do presidente Itamar Franco.

A tese de Guardia seria ainda mais importante em uma decisão transcendente sobre qual alternativa fiscal seria escolhida para ser o “último desejo” da equipe econômica do Ministro FHC para a Revisão Constitucional, como adiante se explica.

Eu ocupava a posição de Secretário de Política Econômica – Adjunto, do Ministério da Fazenda nas vésperas do anúncio do PAI em junho de 1993 e os debates eram acirrados e profundos sobre a melhor estratégia para atacar o problema fiscal brasileiro, como antecedente fundamental ao ataque à própria hiperinflação, um gigantesco desafio.

Este é o momento para um registro específico sobre Guardia.

Lembro que conversava com especialistas em assuntos fiscais da SPE, meados de 1993, contava sobre os achados da tese, e sobre a ideia de estender seus

cálculos para os anos de 1992 e 1993, e especulava sobre ideias para o que vinha a seguir, quando alguém fez a sugestão:

- Por que não trazemos o menino para Brasília? A gente manda uma passagem, ele passa o dia conosco, a gente entende o que ele descobriu e depois a gente vê o que faz.

Pois o menino veio, vinte anos depois assumiria a Secretaria do Tesouro, e mais adiante o próprio Ministério da Fazenda.

Um novo olhar para um velho problema

A descoberta da tese não era especialmente complexa nem mirabolante. Não era muito matemática, talvez nem mesmo muito precisa. Mas uma fórmula genial consiste, às vezes, em simplesmente dar um passo para o lado, e mudar o jeito de olhar um problema.

A tese trazia uma percepção intrigante sobre as implicações da inflação sobre o valor real das dotações orçamentárias e sobre a despesa pública. Parece até banal, à luz do que hoje sabemos sobre inflação e sobre a indexação (ou imperfeição da indexação) das contas públicas³. Em seu momento, todavia, era uma abordagem revolucionária pois a maior parte dos observadores estava procurando endogenias na dinâmica do financiamento inflacionário do Estado no lugar errado.

Talvez, de forma assemelhada ao que se passou com a tese da “inflação inercial”, e considerando os debates passados sobre a contabilidade do déficit público (o “nominal” *versus* o “operacional”), havia muito interesse em se formular uma tese pela qual o Brasil *não* tinha um problema fiscal, e que tudo o que parecia ser um grande déficit era, na verdade, um ectoplasma da indexação. Como os números para o déficit operacional⁴ eram de fato pequenos não seria exagero dizer que estávamos rondando algo como um “inercialismo fiscal”. Como se sabe a demanda por negacionismo no Brasil é grande em tempos normais e incontrolável quando a inflação dispara ...

Seria ótimo se o mesmo “truque” capaz de trazer a inflação para zero por algum tempo, e que, com isso, fizesse a mágica de desaparecer com a “inflação inercial”, ou a “memória” do processo inflacionário, também tivesse o condão de sumir com o déficit fiscal, o que pareceria muito lógico na medida em que fosse integralmente gerado pela correção monetária da dívida

³ Sobretudo depois do *paper* de Edmar Bacha, originalmente de 1993, “O fisco e a inflação: uma interpretação do caso brasileiro”, reproduzido em *Belíndia 2.0: fábulas e ensaios sobre o país dos contrastes*. Rio de Janeiro, Editora Civilização Brasileira, 2012

⁴ Déficit operacional é a soma do déficit primário com os juros reais da dívida pública. Portanto, exclui a correção monetária da dívida pública, que consta do déficit nominal.

pública e pela erosão das receitas tributárias conforme descritas pelo efeito Tanzi, adiante descrito.

Entretanto, a evidência empírica não parecia apontar nessa direção; o problema fiscal era muito sério, nem os heterodoxos mais convictos negavam a sua existência, pois afinal já tínhamos cinco planos de estabilização fracassados em 1993. Impressionante era que o *wishful thinking* em matéria fiscal, tal como a crença na inflação inercial, não arrefeciam. Toda conversa sobre ajuste fiscal tinha sempre que enfrentar perguntas sobre o verdadeiro tamanho do problema - que se dizia que era sempre exagerado pelos técnicos -, e sobre se os sacrifícios propostos eram realmente necessários. Mais recentemente aprendemos a designar esse fenômeno como “negacionismo”.

Qual era a tese, afinal

Muitas vezes tinha que explicar do que se tratava a tese de Guardia para colegas de profissão, e o trajeto não era simples. O sumário executivo para a descoberta era mais ou menos assim:

“efeito Tanzi ao contrário, pelo lado da despesa”⁵.

Um passo de cada vez.

Vito Tanzi foi o lendário chefe do departamento de Assuntos Fiscais do FMI, um homem que testemunhou absolutamente tudo em matéria fiscal nesse planeta, uma enciclopédia. Basta imaginar que todos os planos e todas as perversões fiscais de todos os clientes, ou aspirantes a clientes do FMI, tinham que passar por ele. É claro que estamos falando das maiores complicações fiscais que esse gigantesco mundo foi capaz de conceber; não havia truque que não conhecesse.

O Efeito Tanzi era a designação que se dava a um fenômeno que ele identificou⁶, e que se tornou um clássico no tópico das finanças públicas em países com inflação elevada: o impacto adverso da inflação sobre o valor real das receitas de impostos. Era simples: havendo um lapso de tempo entre o fato gerador e o lançamento (e cobrança) da receita tributária, e que não

⁵ “Efeito Oliveira-Tanzi reverso” na descrição de Edmar Bacha em *No país dos contrastes: memórias da infância do Plano Real*. Rio de Janeiro, História Real, 2021, p. 233. Originalmente, a expressão aparece em Edmar L. Bacha, *O fisco e a inflação*, *op. cit.* p. 137

⁶ O fenômeno também é associado ao economista argentino Julio H. G. Olivera. As referências clássicas são: J. H. G. Olivera “Money, prices, and fiscal lags: a note on the dynamics of inflation” *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review* no. 82, setembro 1967 e V. Tanzi “Inflation, real tax revenues and the case for inflationary finance: theory with an application to Argentina” *IMF Staff Papers* vol. 25, no. 3, setembro 1978.

estivesse “coberto” por algum expediente de indexação, quanto maior a inflação, menor era a receita tributária medida em moeda constante.

Muita gente se interessava pelo assunto, pois era o reconhecimento de uma “causalidade dupla”, ou “nas duas direções”, entre desequilíbrio fiscal e inflação. Chamava a atenção pois havia quem enxergasse nisso uma espécie de “autocrítica do pensamento ortodoxo”, como se “até o FMI” estivesse reconhecendo que os déficits fiscais eram causados, em algum grau, pela própria inflação. Há sempre excesso de demanda por críticas à ideia de austeridade, ou da inevitabilidade de sacrifícios, ou mesmo da necessidade de pagar pelo almoço.

Não era trivial o risco da ideia do efeito Tanzi ser abduzida pelas heterodoxias, sempre interessadas em procurar “indícios do caráter não fiscal” da inflação, tomando emprestada a expressão cunhada por Edmar Bacha⁷. O obstáculo para esta apropriação era o patrocínio de Tanzi. Nada que viesse dessa origem faria sentido no terreno da medicina alternativa.

O efeito Tanzi não tinha nada que ver com a célebre discussão sobre o *caráter* da inflação, se estrutural, inercial, ou financeira⁸. Era um assunto muito prático, presente em todas as grandes inflações conhecidas e essencial para a compreensão das causas desses fenômenos.

Tudo considerado, o efeito Tanzi era apenas um mecanismo pelo qual as contas públicas ficavam *piores* com a inflação. Segundo Guardia estudou em sua tese, algo parecido, ainda que na direção oposta, ocorria também com as dotações orçamentárias brasileiras, no começo dos anos 1990, ou seja, havia também uma influência da inflação sobre as finanças públicas, *pelo lado da despesa*. Só que “ao contrário”, pois a inflação parecia *melhorar* as contas públicas, na medida em que erodia o valor real das dotações orçamentárias e conseqüentemente da despesa autorizada pela Lei Orçamentária. Como resumiu Bacha, “o mero engavetamento das despesas por um mês ou dois permitia fazer cabê-las nas receitas dos impostos”⁹.

Daí se falar do “efeito Tanzi ao contrário pelo lado da despesa”.

2. A evidência.

Guardia documentou seus achados através de tabelas simples e instigantes. A Tabela 1 abaixo é uma versão resumida de duas tabelas de sua tese referentes

⁷ Edmar L. Bacha, *O fisco e a inflação*, *op. cit.* p. 115.

⁸ Jamais esquecer a fala de Mario Henrique Simonsen pela qual a inflação não tem caráter.

⁹ Edmar L. Bacha, *No país dos contrastes*, *op. cit.* p. 233.

aos exercícios de 1990 e 1991. Muitos detalhes precisam ser omitidos para que se possa apresentar uma comparação tão direta, *e em dólares*, entre o orçamento e o que acabou efetivamente sendo executado.

Versões ampliadas, modificadas e aperfeiçoadas da tabela podem incluir outras rubricas, inclusive de receita, e diferentes formatos de apuração dos valores orçados e executados em moeda constante, em harmonia com regras de indexação adotadas *ad hoc* em diferentes exercícios, ou com taxas de câmbio para datas específicas¹⁰.

Nesta nota, todavia, optamos por trabalhar com a tabela em seu formato original, a fim de melhor enxergar o seu impacto contemporâneo: um mapa simples e intuitivo para um problema que parecia sem solução. A fórmula de simplificação é o que define se um mapa está bem-feito. Mapas excessivamente detalhados e precisos evocam a célebre fábula de Jorge Luis Borges sobre a inutilidade de mapas na escala 1:1. É fácil perder-se em detalhes em assuntos fiscais e sobretudo orçamentários.

Tabela 1. Rubricas selecionadas do orçamento fiscal federal: valores orçados e executados, 1990-91 (US\$ milhões)

	1990			1991		
	<i>orçado</i>	<i>executado</i>	%	<i>orçado</i>	<i>executado</i>	%
DESPESAS CORRENTES	110.728,00	66.960,00	60%	82.846,81	48.540,60	59%
pessoal e encargos sociais	22.362,80	22.140,70	99%	22.174,00	18.002,00	81%
outras	56.925,00	30.841,00	54%	57.852,20	28.791,00	50%
DESPESAS DE CAPITAL	192.448,20	123.130,24	64%	56.362,80	36.250,50	64%
investimento	6.153,80	2.870,90	47%	9.330,60	2.909,20	31%
inversões financeiras	15.592,46	6.867,68	44%	14.562,64	6.110,58	42%
amortização de Dívida Interna	166.604,90	111.179,30	67%	39.455,50	24.955,42	63%

FONTE: E. R. Guardia. Orçamento público e política fiscal: aspectos institucionais e experiência recente – 1985/1991. Dissertação apresentada ao Instituto de Economia da Unicamp, Campinas, 1992. Págs. 122-123.

A tabela empreende um exercício simples apenas na aparência: observava e comparava os valores orçados e efetivamente executados e mostrava discrepâncias significativas entre esses valores, *quando medidos em dólares relativos às datas relevantes*. O leitor deve refletir sobre o fato de que as proporções da

¹⁰ Muitas versões mais elaboradas dessa tabela foram produzidas pelos técnicos da SPE-MF depois de observar o trabalho de Guardia. Eu mesmo utilizei algumas dessas tabelas recalculadas pela SPE em um trabalho de agosto de 1993, posteriormente publicado como “A crise fiscal da União: diagnóstico e apontamentos para uma nova lei das finanças públicas”, reproduzido em *O Plano Real e outros ensaios*. Rio de Janeiro, Editora Francisco Alves, 1995, capítulo 9.

tabela não iam se alterar se os números fossem recalculados, por exemplo, em URV.

Dois resultados importantes facilmente se destacam, ainda que com nuances:

- os valores executados raramente eram maiores que 60% do valor orçado, fazendo crer que a inflação servia para *frustrar* o orçamento, uma conclusão tendente a produzir muita angústia, ou irritação, entre parlamentares;
- a discrepância entre valores orçados e executados variava conforme a modalidade de despesa. Para as despesas com pessoal, por exemplo, a proporção era mais elevada, entre 81% e 99%, sendo que para despesas de investimento estava entre 31% e 47%, e para “inversões financeiras”¹¹ entre 42% e 44%, fazendo crer que havia *mecanismos diferenciados de defesa* contra a erosão do valor real das dotações orçamentárias para diferentes tipos de gasto, e seus respectivos beneficiários, uma conclusão que aticava os interesses especiais no contexto da economia política do orçamento.

A Tabela 1 também revela as distorções que eram típicas de orçamentos não indexados no contexto de inflação elevada, como no caso da orçamentação de despesas com a amortização da dívida interna. Se, por exemplo, a dívida interna é da ordem de 10% do PIB e tem prazos curtos, com isso se dizendo, por exemplo, que a dívida “gira” (ou é “rolada”) quatro vezes, digamos, durante um exercício fiscal, os valores de amortizações ficarão imensos e desproporcionais: algo como $4 \times 10\%$ do PIB a cada ano. Esta linha da Tabela 1 é uma pequena demonstração das inadequações da Lei 4.320/1964, como logo adiante se observa.

Mas era preciso tirar essas distorções mais flagrantes do caminho para enxergar a influência da inflação sobre as despesas correntes e de investimento, onde estava a novidade da tese.

Dados para anos posteriores, apurados de forma idêntica, conforme exibidos na Tabela 2, permitem que se observe como a situação evoluiu.

¹¹ O conceito de “inversão financeira” vem da Lei 4.320 (art. 12, §5º.) diz respeito ao investimento em “coisas prontas”, que geram menos efeitos econômicos que os gastos em “construir coisas”. Os exemplos discriminados na própria lei são a “aquisição de imóveis”, ou de “bens de capital já em utilização” e o aumento de capital inclusive de empresas estatais.

Tabela 2. Rubricas selecionadas do orçamento fiscal federal: valores orçados e executados, 2003-2004 (R\$ milhões correntes)

	2003			2004		
	<i>orçado</i>	<i>executado</i>	<i>%</i>	<i>orçado</i>	<i>executado</i>	<i>%</i>
DESPESAS CORRENTES	394.662,70	383.919,10	97%	475.518,40	440.070,40	93%
pessoal e encargos sociais	77.046,20	78.974,70	103%	84.120,00	89.431,60	106%
outras	223.972,40	239.237,60	107%	273.628,60	275.905,80	101%
DESPESAS DE CAPITAL	620.871,60	492.537,40	79%	971.609,30	468.467,00	48%
investimento	14.180,20	6.452,10	46%	12.370,00	10.866,00	88%
inversões financeiras	24.376,30	23.440,70	96%	33.249,40	21.580,70	65%
amortização de Dívida Interna	582.315,10	462.644,60	79%	925.989,90	436.020,30	47%

FONTE: E. C. Pontes Lima & R. B. Miranda. O processo orçamentário federal brasileiro in Marcos Mendes (org.) *Gasto público eficiente: 91 propostas para o desenvolvimento do Brasil*. Rio de Janeiro, Editora Topbooks, 2006. Págs. 335-336.

Para 2003 e 2004, como se vê na Tabela 2, permanece o efeito causado pela contabilização dos juros (e correção monetária) e amortizações da dívida pública, ainda que menor, face à inflação bem menor.

As proporções entre o orçado e o executado já não revelam com a mesma nitidez os mecanismos em operação para 1990-91.

O patamar de inflação é completamente diferente, para começar, mas também é verdade que o Legislativo, por seu turno, legitimamente desconfortável com as mecânicas operacionais de execução orçamentária, e sobretudo com o contingenciamento, se ajustou ao que percebia como uma frustração recorrente de seus desígnios quanto ao orçamento, e ampliou suas “defesas”.

Como é comum de se relatar, o Legislativo reagiu ao “efeito Guardia” multiplicando vinculações de receita, assim elevando progressivamente a rigidez orçamentária e a balcanização do orçamento. Cresce, por outro lado, a importância de emendas parlamentares, inclusive pela adoção progressiva do conceito de imunidade ao contingenciamento através de seu caráter “impositivo”.

Essas evoluções posteriores não retiram a importância dos achados de Guardia, tampouco a precisão do retrato que ofereceu para a dinâmica orçamentária naquele momento específico de inflação particularmente elevada.

O grande paradoxo

O grande paradoxo a ser desbravado no Brasil sob hiperinflação no início da década de 1990 era referente ao desequilíbrio fiscal. Onde estava e de que tamanho era?

O primeiro capítulo desse enfrentamento tem a ver com o orçamento. Como era possível que não houvesse vestígio de um grande desequilíbrio fiscal *ex ante* no orçamento?

Com efeito, todos orçamentos brasileiros desses anos, e também os de agora, sempre *nascem equilibrados* pois é assim que se organiza o plano de contas da Lei 4.320/1964 que ainda hoje orienta a confecção do orçamento público. Seria uma simplificação heroica e excessiva, mas não totalmente inadequada, afirmar que o problema central dessa lei se refere ao plano de contas, que ignora os efeitos da inflação. Basta lembrar que a Lei 4.320/64 foi feita quando o conceito de superávit primário sequer existia¹² e que a lei trata a emissão de dívida como receita de capital.

Como é possível que conceitos flagrantemente obsoletos não tenham sido revogados ao longo dos últimos anos?

Estranhamente, a Lei 4.320/64 sobreviveu a várias décadas de escrutínio de várias gerações de especialistas e às múltiplas inovações institucionais implementadas dos anos 1990 até os nossos dias, incluída a Lei de Responsabilidade Fiscal. É verdade que a economia política do processo orçamentário é de enorme complexidade e que as regras desse jogo, cujo principal estádio é o orçamento, ainda precisam de muito aperfeiçoamento. Ainda que houvesse clareza quanto a isso, e quanto ao fato de que essa agenda tomaria muitos anos para ser cumprida, as urgências do começo dos anos 1990 exigiam soluções rápidas e contundentes.

Outra forma ainda mais perturbadora de indagar sobre as relações entre o desequilíbrio fiscal e a inflação era a de se observar os resultados fiscais *ex post*.

Com efeito, naqueles tempos difíceis, com a inflação acelerando na direção de 30% mensais, as mentes daqueles agoniados com a hiperinflação, estavam ocupadas pela pergunta que abria o texto clássico de Edmar Bacha sobre o fisco e a inflação:

Por que o Brasil teve uma inflação superior a 1000% ao ano em 1992 se o déficit do setor público não foi tão grande assim (de apenas 1,7% do PIB no conceito operacional)?¹³

Podia ser um “indício de caráter não fiscal” da inflação, como provocava Bacha, ou será que havia alguma coisa que não estávamos enxergando?

Em outras palavras, onde estava o déficit público supostamente gigantesco, por trás das explicações “ortodoxas” para a hiperinflação brasileira?

¹² O superávit primário é fixado na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) e sua definição obviamente não está na Lei 4.320/1964.

¹³ Bacha, 1993, *O fisco e a inflação*, *op. cit.* p. 115.

Nenhum esforço relevante de “ajuste fiscal” teria tração política se não fosse possível oferecer uma boa resposta para essa pergunta.

Era o que perguntavam os negacionistas da ocasião. E foi a tese de Eduardo Guardia que forneceu uma resposta, conforme era possível vislumbrar através dos números da Tabela 1.

Vale o registro que o PIB brasileiro em dólares para os anos de 1990 e 1991 estava entre 405 e 469 bilhões de dólares. Na média para 1990-91 as despesas correntes orçadas, como se vê na Tabela 1, estavam próximas de US\$ 100 bilhões a cada ano, e o efetivamente executado em cerca de US\$ 60 bilhões: *a diferença era da ordem de 10% do PIB*. Como bem notou Edmar Bacha: “trata-se de déficits potenciais de 10% do PIB apenas para o governo federal”¹⁴.

Se o executado é o que cabe dentro da receita, aí compreendida a que se derivava do imposto inflacionário, a diferença entre um e outro correspondia ao déficit (a despesa) que a inflação se encarregou de suprimir, ou de fazer sumir.

Portanto, ao erodir o valor real das dotações orçamentárias (e assim sendo da despesa) a inflação reduzia o déficit do governo para valores ao alcance do financiamento inflacionário do governo. Era uma estranha forma de a inflação introduzir um equilíbrio, ainda que vicioso, nas finanças públicas.

Há muitos mistérios entre o Orçamento e o Tesouro, ou entre sonhos e possibilidades, ou ainda entre desejos e realidades no terreno fiscal. Conforme observa Bacha “o que acontece no meio do caminho é uma história bem conhecida em Brasília, mas praticamente inexistente na literatura econômica. *Trata-se do uso da inflação para reprimir as despesas orçadas*”¹⁵.

O nome disso é “contingenciamento”, palavra de terrível aspecto¹⁶, e que designa processo igualmente meandroso, tecnicamente descrito como “limitação de empenho e movimentação financeira”, conforme a linguagem do artigo 9º da Lei de Responsabilidade Fiscal (LC 101 de 04/05/2000), que busca disciplinar o procedimento.

Mas a matéria é sensível, pois também se usa a mesma designação para “atrasos” e “engavetamentos” de natureza variada e discricionária que, no ambiente de inflação elevada, ofereciam uma fórmula fácil para sumir com despesas que o Executivo tomava como excessivas, ou para adequar sonhos à

¹⁴ *Ibid.* p. 122.

¹⁵ *Idem, ibid.* Grifos meus.

¹⁶ E que já provocou reações inclusive do poeta Carlos Drummond de Andrade e uma crônica a este propósito de Eugênio Gudin, cf. G. H. B. Franco *As Leis Secretas da Economia: revisitando Roberto Campos e as Leis de Kafka*. Rio de Janeiro, Editora Zahar, 2012, p. 145.

realidade, e sem que se precisasse falar no assunto. Foi o mecanismo que Guardia bem capturou em sua tese.

Muitos dos problemas que Guardia enxergou em sua tese ficaram ainda piores com o tempo, a despeito de muitos progressos que ele próprio cuidou de fazer acontecer. A temática continua atualíssima¹⁷.

3. A teoria

A descoberta de Guardia esclarecia muito sobre a dinâmica do financiamento inflacionário do governo, pois permitia que se acoplasse uma descrição realista da política fiscal brasileira, considerando nossas peculiaridades institucionais e o modo preciso como a inflação afetava receitas e despesas, à dinâmica do imposto inflacionário que se acreditava governar todas as hiperinflações. Era a conexão entre o mundo prático de Brasília com a academia.

Com efeito, a tese de Guardia teve um desdobramento no plano acadêmico, principalmente através do trabalho de Edmar Bacha, e outro referente às decisões de política fiscal no contexto do Plano Real, de que trataremos na próxima seção.

O imposto inflacionário

No plano da teoria, é antigo o *insight* segundo o qual a inflação funciona como uma espécie de imposto sobre a moeda que as pessoas carregam consigo, e a “receita” agregada decorrente desse “imposto” era *grosso modo* dada pela “alíquota” (a taxa de inflação, π) que incidia sobre a demanda por moeda neste mesmo nível de taxa de inflação, ou seja: $\pi * M^d(\pi)$.

Supunha-se que, em equilíbrio, houvesse a igualdade entre a arrecadação do “imposto inflacionário” ($\pi * M^d(\pi)$) e a coleta de “senhoriagem” ($\Delta M/P$), ou seja, o valor real da moeda emitida¹⁸. Esta igualdade seria observada ao longo de uma curva em forma de “sino”, como no gráfico mais abaixo.

¹⁷ Além de Pontes Lima & Miranda, *O processo orçamentário ... op. cit.* ver D. Couri & P. Bijos “Subsídios para uma reforma orçamentária no Brasil” in F. Salto *et al.* (orgs.) *Reconstrução: o Brasil nos anos 20*. São Paulo, Saraiva-Jur, 2022.

¹⁸ As receitas de “senhoriagem” ganhavam existência concreta no resultado do Banco Central, que capturava o fato de o custo de produção do meio circulante era absurdamente inferior a seu valor de troca. As receitas do “imposto inflacionário” eram, por assim dizer, imaginárias ou virtuais, eram calculadas por pesquisadores através de uma variedade de metodologias, mas sempre se presumia que tendessem a se igualar às receitas de “senhoriagem”. Para algumas explicações adicionais ver G. H. B. Franco “Imposto inflacionário durante quatro hiperinflações” *Pesquisa e Planejamento Econômico* vol. 18, n. 2, agosto de 1988.

A curva de “receita” do imposto inflacionário tinha a forma que era típica da “curva de Lafer”, referente a impostos, refletindo o fenômeno pelo qual o aumento da alíquota vai erodindo a base, de tal maneira que depois de ultrapassado certo nível crítico de inflação, a erosão da base (ou a redução na demanda por moeda, ou a segunda derivada da função) é tão grande, que o aumento na inflação reduz a receita do imposto inflacionário. Esse é o racional clássico para a ideia de “curva de Lafer” para este, como para qualquer outro “imposto”, ou para a existência de dois equilíbrios ou da ideia que uma mesma receita de “imposto inflacionário” podia ser coletada com alíquota baixa e base alta, ou vice-versa.

O trabalho clássico de Philip Cagan sobre as hiperinflações clássicas¹⁹ deu origem a uma imensa literatura predominantemente empírica buscando bases para a tese segundo a qual, nesses episódios, os governos buscavam *maximizar* a receita de imposto inflacionário, ou que calibravam a inflação exatamente para situá-la no ponto de máximo da curva²⁰.

O trabalho de Cagan tinha ficado para trás diante de interpretações mais abrangentes para as grandes inflações, sendo que a maior parte das interpretações revisionistas se baseava no *paper* clássico de Thomas Sargent²¹, no qual a ênfase seja da dinâmica do processo de inflação, seja da estabilização se deslocava mais firmemente para o terreno fiscal.

Na verdade, bastava o efeito Tanzi para que ficasse prejudicada a tese pela qual os governos inflacionistas iam emitir papel moeda até nível de inflação correspondente ao ponto máximo da curva do imposto inflacionário. A conta mudava se existisse qualquer endogenia no déficit a ser financiado, o que era quase sempre o caso. A “maximização do imposto inflacionário” pode ser uma aproximação útil para descrever o que se passa com as finanças públicas e com a política monetária durante uma hiperinflação, ainda que possa simplificar em excesso a complexidade social e política das grandes inflações.

¹⁹ P. Cagan. “The monetary dynamics of hyperinflation” em M. Friedman (org.) *Studies in the quantitative theory of money*. Chicago, University of Chicago Press, 1956. Na verdade as hiperinflações “clássicas”, as que ultrapassaram 50% mensais, são as mesmas nove que Cagan estudou. Há muitas outras, como posteriormente documentado por S. Fischer *et al.* “Modern Hyper-High Inflation” *Journal of Economic Literature* vol. 40 n. 3, setembro 2002.

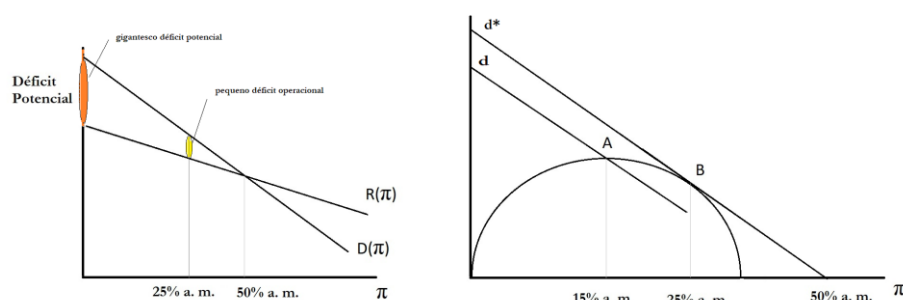
²⁰ Meu próprio trabalho empírico sobre os valores coletados como “imposto inflacionário” e como senhoriagem durante quatro hiperinflações europeias não apoia a hipótese de que haveria uma “maximização” da receita do imposto inflacionário. Outras considerações fiscais certamente eram importantes. Cf. G. H. B. Franco. “O imposto inflacionário durante quatro hiperinflações” *Pesquisa e Planejamento Econômico* vol. 18 (2) agosto de 1988.

²¹ Thomas Sargent “The ends of four big inflations”, originalmente publicado em 1982, numa coletânea organizada por Robert Hall (*Inflation: causes and effects*, Chicago, University of Chicago Press) para o NBER.

O efeito Tanzi foi muito importante nas grandes inflações estudadas por Cagan²², e não muito importante no Brasil²³, face à cultura estabelecida de correção monetária, inclusive na esfera tributária. Alguma ajuda em matéria de “ajuste fiscal” acabou vindo do efeito Tanzi, em razão da estabilização, mas nada muito importante pois o sistema tributário brasileiro já estava bastante bem adaptado ao ambiente de inflação alta.

Gráficos – “o efeito Guardia”

As singularidades do caso brasileiro podem ser vislumbradas no gráficos abaixo, que trazem representações simplificadas e exemplificativas dos mecanismos discutidos nessa nota.



O primeiro gráfico mostra curvas de receita e despesa, ambas em termos reais, ou com proporção do PIB, e sensíveis à inflação, portanto com inclinação negativa.

A Receita real ($R(\pi)$) se reduz na medida que a inflação aumenta por conta do efeito Tanzi, e a Despesa real ($D(\pi)$) também sofre impacto semelhante, que bem poderíamos descrever como “efeito Guardia”, vale dizer a erosão do valor real da despesa causada pela inflação. Seria muito próprio que pudéssemos assim designar o fenômeno identificado pela tese de Eduardo Guardia, à semelhança da homenagem que se faz a Tanzi.

Assume-se implicitamente, pelo desenho das retas no gráfico, que a Receita é *menos* sensível à inflação do que a Despesa, com isso tomando como hipótese que a indexação seria mais avançada no sistema tributário do que no terreno orçamentário, o que parece razoável à luz da experiência brasileira. Em razão dessa hipótese, as retas designadas como “d” e “d*” referentes à política fiscal no gráfico à direita, que são idênticos aos do trabalho de Edmar Bacha,

²² G. H. B. Franco “Fiscal reforms and stabilization: four hyperinflation cases” *Economic Journal* vol. 100, n. 399, March 1990.

²³ Para uma discussão específica ver “Ajuste fiscal: Alemanha anos 20, Brasil anos 90” capítulo 10 de *O Plano Real e outros ensaios*, *op. cit.* p. 229.

possuem inclinação negativa, ou seja, o déficit público se reduz com a inflação.

Uma definição mais rigorosa do “efeito Guardia” deveria compreender as duas premissas: erosão do valor real da despesa pela inflação, e que esse efeito seja mais forte que o efeito Tanzi sobre a receita.

No gráfico à direita está indicado um “déficit potencial” de grandes proporções, que é o que se observaria se a inflação fosse zerada. Rigorosamente falando, a existência de um grande déficit potencial é uma hipótese a ser verificada, sobretudo a partir da observação do que há no orçamento, que é a melhor *proxy* para o déficit *ex ante*. Os achados de Guardia oferecem uma verificação empírica dessa hipótese, e tendem a conformá-la.

O “déficit potencial” é o que afasta o intercepto das duas retas de receita ($R(\pi)$) e Despesa ($D(\pi)$), e faz com que essas retas se cruzem a um nível de inflação muito elevado. Conforme está desenhado, a 50% mensais a receita seria igual a despesa, e o déficit (operacional) seria zero. A 25% mensais o déficit seria pequeno.

O segundo gráfico, que é o utilizado por Edmar Bacha em seu *paper*, trabalha com a curva em forma de sino para a receita do imposto inflacionário e uma única reta negativamente inclinada para designar o déficit operacional ($d = R(\pi) - D(\pi)$), nas premissas acima discutidas.

Como está desenhado, o ponto A designa o máximo para a curva de imposto inflacionário (a 15% ao mês, como no gráfico), que se presume que *não* seria o ponto de equilíbrio, pois seria sempre factível *eleva*r o déficit, deslocando a reta “d” (que representa a política fiscal) para cima, e alcançar novo equilíbrio no ponto B, a 25% mensais, conforme mostrado no gráfico, com déficit maior e inflação maior. Seria razoável imaginar, à luz da hipótese maximalista acima discutida, que o governo vai tentando elevar a “alíquota” até que o resultado marginal seja nulo ou contraproducente em matéria de “receita”, é quando se atinge o máximo de receita, considerados os efeitos secundários. Nesse cenário da política fiscal descrita pela reta “d*”, a 50% mensais o resultado líquido, vale dizer, o déficit operacional seria zero.

4. O “efeito Guardia” e a decisão de 1993

No Artigo 3º do ADCT (Ato das Disposições Constitucionais Transitórias) estava prevista uma Revisão Constitucional após cinco anos contados da Promulgação da Carta de 1988 (05/10/1988), pela qual a Constituição poderia

ser alterada pelo “voto da maioria absoluta dos membros do Congresso Nacional, em sessão unicameral”. Uma comissão presidida por Nelson Jobim e Gustavo Krause começou a trabalhar com grande entusiasmo em 1993, mas a decisão política foi a de abreviar, ou praticamente cancelar a Revisão Constitucional, que acabou aprovando apenas seis emendas ao texto original. Foi uma enorme oportunidade perdida.

Para a equipe do ministro FHC, que preparava um plano de estabilização de viés fundamentalista e focado em grandes reformas, a Revisão oferecia uma perspectiva luminosa. A notícia de que a Revisão não ia prosseguir foi uma decepção que poderia ter terminado com as ambições de estabilização. Só não foi o caso porque o ministro levou à equipe o que foi designado como uma espécie de “último desejo” para o grupo: uma única emenda, um único “tiro”, após o qual a Revisão seria encerrada. E a grande pergunta passou a ser, qual, então, deveria ser a “bala de prata” no terreno fiscal para abrir os caminhos para o fim da hiperinflação.

De um lado havia a ideia de se formular uma emenda constitucional de “orçamento equilibrado” à semelhança da já famosa emenda Gramm-Rudman-Hollings, implementada nos EUA em 1985, e cuja versão brasileira mais próxima seria, anos depois, a chamada “PEC do Teto de Gastos” (EC95) de 2016. A escolha acabou sendo por um modelo diferente, cuja expressão foi a Emenda Constitucional de Revisão n. 1, afinal promulgada em 1 de março de 1994, no dia seguinte da publicação da Medida Provisória que criou a URV (unidade real da valor), já aí destinada a mudar de nome quando fosse emitida como moeda de pagamento. O Plano Real teve início, portanto, simultaneamente à emenda constitucional que criou o FSE (Fundo Social de Emergência).

Muito já foi muito discutido sobre o FSE, valendo o registro de Pêrsio Arida, por ocasião dos 25 anos do Plano Real, pelo qual recordaria que o FSE “não era fundo, nem social, nem de emergência”²⁴. Por exótico que pudesse parecer, o FSE era um exercício amplo de *desvinculação de receitas federais*, com vistas a recuperar a capacidade do Tesouro fazer “controle de caixa” e “contingenciamento” do orçamento, ainda que a vestimenta de uma rubrica orçamentária de despesa. O texto, que acrescentava um novo artigo ao ADCT (Art. 71), tinha a seguinte redação:

“Art. 71 (ADCT): Fica instituído, nos exercícios financeiros de 1994 e 1995, o Fundo Social de Emergência, com o objetivo de saneamento financeiro da Fazenda Pública Federal

²⁴ Os 25 anos do Plano Real - a implantação da nova moeda e os desafios dos primeiros anos, Radio Câmara, em <https://www.camara.leg.br/radio/programas/566832-os-25-anos-do-plano-real-a-implantacao-da-nova-moeda-e-os-desafios-dos-primeiros-anos/> acesso em 08/05/2022.

e de estabilização econômica, cujos recursos serão aplicados no custeio das ações dos sistemas de saúde e educação, benefícios previdenciários e auxílios assistenciais de prestação continuada, inclusive liquidação de passivo previdenciário, e outros programas de relevante interesse econômico e social.”

É curioso que o texto base do ajuste fiscal do Plano Real, cuja essência seja a de uma desvinculação de receitas e a recomposição do contingenciamento, tenha a embocadura de quem cria um programa de desenvolvimento, inclusive mediante a criação de uma nova “fonte”, na linguagem orçamentária (a “fonte 1999”) no âmbito do qual recursos seriam investidos em finalidades nobres. No Brasil, para se fazer austeridade, é preciso trajar-se de forma irresponsável.

Note-se que o FSE foi criado para dois exercícios fiscais apenas, de tal maneira que o mesmo texto teve que ser aprovado diversas outras vezes em sucessão a fim de preservar o mecanismo. A EC17/1997 levou o mecanismo até o exercício de 1999, sem alterar sua designação. A EC27 de 2000 prorrogou o sistema até 2003 mas sob uma nova designação mais fiel à substância do texto, DRU – Desvinculação de Receitas da União. A DRU foi prorrogada, em seguida, pela EC 43 de 2003, pela EC56 de 2007, pela EC 68 de 2011 e mais recentemente pela EC93 de 2015 que garante a validade do esquema até 2023. Houve mudanças importantes ao longo dessas extensões, com esvaziamento das desvinculações definidas na redação original.

Muitas considerações foram importantes para a decisão de 1993 sobre o FSE, mas basta o título do mecanismo para esclarecer que a decisão atribuiu enorme peso aos efeitos do mecanismo no sentido de recompor a efetividade do “contingenciamento” de despesas, como fórmula mais rápida e eficaz para o ajuste fiscal naquele momento.

É claro que era uma solução conjuntural e que, logo adiante, com o desaparecimento da inflação, o mecanismo perderia a efetividade e o ajuste fiscal teria de ser feito através de fórmulas mais convencionais, e muito mais difíceis, como o tempo se encarregaria de mostrar. Naquele momento, todavia, era a melhor alternativa.

Há debate sobre as hesitações no tocante ao ajuste fiscal nos primeiros anos do Plano Real, mas os resultados da estabilização falam por si, e as explicações são de diversas naturezas. O registro deve ser feito, não obstante, que o “efeito Guardia” foi uma consideração essencial para que a “bala de prata” daquele momento tivesse o formato do FSE-DRU. É claro que o assunto não se resolveu com essa medida, cuja importância, inclusive, se viu diminuída nos anos mais recentes.

Sobreveio debate semelhante ao de 1994 anos depois quando se chegou a uma emenda constitucional que estabeleceu o “teto de gastos” (EC95/2016), imensamente debatida, e cuja efetividade acabou seriamente prejudicada pela pandemia. Não vamos entrar nesse debate, apenas vale notar que os especialistas parecem voltar suas atenções, ainda mais uma vez, para uma reforma da Lei 4.320/64, no âmbito da qual se possa implementar algum mecanismo plurianual de sustentabilidade fiscal que funcione à semelhança do que se esperava da EC95/16.

Afinal, orçamento é o coração da democracia, talvez, pensando bem, o estômago, ou o fígado. É muito mais do que um rito, mas o ponto de contato entre a cidadania e os poderes que mandam no dinheiro público. É como se fosse um farol iluminando a intervenção do Estado no domínio econômico. A política fiscal não pode ser feita senão através do orçamento, e se as práticas orçamentárias estão distorcidas, a política fiscal dificilmente deixará de também estar.

Muitos anos se passaram e muitos trabalharam para que amadurecesse a percepção pela qual o controle fiscal precisa passar pelo orçamento. Esta parece ser a ordem do dia, só é de se lamentar que Eduardo Guardia não esteja mais entre os que vão travar esses debates. A qualidade de sua contribuição acadêmica pioneira, aqui longamente discutida, e o exemplo proporcionado pela sua atuação pública, tão exaltada por tantos dos melhores profissionais do país, continuam a inspirar os que não desistem do Brasil.