

O FISCO E A INFLAÇÃO, 30 ANOS DEPOIS DO PLANO REAL

Edmar Bacha

1. Introdução¹

Meu artigo “O fisco e a inflação: uma interpretação do caso brasileiro”, publicado na *Revista de Economia Política* (Bacha, 1994), deriva de aula magna que ministrei na UFRJ em 29 de junho de 1993 no concurso para professor titular da cadeira de Macroeconomia da Faculdade de Economia e Administração daquela universidade.

O artigo parte de um achado da tese de mestrado de Eduardo Guardia (Guardia, 1992), em que ele ilustra a enorme diferença, em termos reais, entre a despesa orçamentária do governo federal aprovada pelo Congresso Nacional e a despesa realizada, em 1990 e 1991. Guardia sugere que, em termos reais, somente cerca de 60% dos gastos programados eram de fato executados, e atribui à elevada inflação do período diferenças tão extremas entre os valores reais dos gastos orçamentados e os executados. Em suas palavras:

Na inexistência de mecanismos de indexação do orçamento e num contexto de elevadas taxas de inflação a política de administração do caixa passa a definir as prioridades orçamentárias. Vale dizer, o valor real da despesa a cargo de cada programa ou atividade passa a depender do cronograma de liberação determinado pelo Executivo (Guardia, 2012, p. 140).

Guardia indica que os gastos orçamentados podiam ser tão elevados porque o Congresso nacional superestimava em muito a receita tributária prevista, para fazer caberem no orçamento os gastos adicionados. Ele sugere em sua tese que, em termos reais, as receitas tributárias realizadas representaram cerca de 60% das receitas orçadas, em 1990 e 1991.

Como brincava em 1993 Murilo Portugal, então Secretário do Tesouro Nacional (STN), o Executivo mandava para o Congresso um orçamento irreal --

¹ Preparado para livro em homenagem a Eduardo Guardia, organizado por Ana Carla Abrão, Ana Paula Vescovi e Pedro Malan. Sem responsabilizá-los pelos resultados, agradeço os comentários de Ana Paula Vescovi, Carlos Viana, Fabio Giambiagi, Gustavo Franco, José Roberto Afonso, Helio Tollini, Marcio Garcia, Marcos Mendes, Marcus Pestana, Murilo Portugal, Pedro Malan, Persio Arida, Rodolfo Hoffmann, Rogerio Werneck e participantes em seminário online da Instituição Fiscal Independente (IFI).

devido à pressão das diversas unidades de gasto do Executivo -- e recebia de volta um orçamento surreal -- incorporando os desejos de gasto dos parlamentares mais os dos lobbies governamentais não atendidos na proposta inicial. Todos esses desejos eram legalizados no orçamento por múltiplos artifícios de ampliação da receita tributária prevista, conforme José Serra (1994) analisa com competência.

Valores próximos aos encontrados por Guardia para as diferenças em termos reais entre receitas/despesas programadas e executadas são reportadas por Franco (1995) para 1991 e 1992².

Temas explorados por Guardia em sua tese “Orçamento público e política fiscal” continuam atuais, conforme ilustram os debates envolvendo a PEC da transição e o arcabouço fiscal. Nada mais oportuno, portanto, neste livro em homenagem a ele, do que uma reflexão sobre meu artigo de 30 anos atrás, iluminado que foi por um achado em sua tese de mestrado.

A próxima seção contém uma apresentação informal do modelo de inflação de meu artigo, ressaltando a hipótese de uma relação inversa entre a inflação e o gasto real do governo. Também de modo informal a terceira seção expõe um modelo alternativo de inflação, baseado no conceito de moeda remunerada, que consta do apêndice do artigo original. Na quarta seção explico por que, apesar de o modelo do apêndice ser mais realista do que o do corpo do artigo, preferi, na época, não elaborar sobre as implicações para a política de estabilização do modelo do apêndice. A quinta seção explora um artigo contemporâneo, de Don Patinkin, com uma explicação parecida para o processo inflacionário em Israel. Na sexta seção, elaboro sobre como meu artigo influenciou a construção do Plano Real e sua negociação com o Congresso. A sétima seção contém breve resenha de achados da literatura brasileira posterior ao plano Real sobre os temas elaborados no artigo. Sumário e conclusões estão na oitava e última seção. O apêndice contém uma apresentação analítica do efeito Guardia, com ilustrações numéricas para o início da década de 1990.

² Em 1990, as receitas efetivas segundo Franco teriam sido maiores do que as calculadas por Guardia.

2. O artigo de 1993

O argumento do artigo escrito em 1993 e publicado em 1994 é que no Brasil a inflação era importante para o governo não somente porque gerava receita através do imposto inflacionário, mas também porque corroía em termos reais a despesa programada no orçamento. Fazia isso sem diminuir substancialmente a arrecadação de impostos em termos reais (a efetiva, não a estimada no orçamento), pois essa era bem protegida contra a inflação pela Ufir – Unidade Fiscal de Referência, um índice de acompanhamento diário da inflação, usado para o pagamento dos impostos. Sem esquecer o chamado “arrasto” – a não indexação das bases elevava a alíquota, no caso da tabela progressiva do imposto de renda na fonte.

De acordo com o texto, isso explicaria o paradoxo de uma inflação alta apesar de o déficit operacional (diferença entre as despesas primárias mais juros reais e as receitas tributárias do governo) ser pequeno. O déficit observado era pequeno apenas por causa da contração das despesas orçadas pela inflação alta, arguia o artigo, seguindo a pista deixada por Guardia.

O artigo desenvolvia um modelo simples, em que a inflação era um fenômeno inteiramente monetário, resultando da equalização da demanda de moeda (via imposto inflacionário) com a oferta de moeda – fruto do déficit do governo (que se supunha integralmente financiado por emissão de moeda). A novidade do modelo era que a oferta de moeda era tanto menor quanto maior fosse a inflação (devido à erosão pela inflação dos gastos reais do governo).

Podia-se, portanto, orçar um déficit maior do que o nível financiável pelo imposto inflacionário, sem gerar uma hiperinflação sem limites, pois, à medida que a inflação aumentava o déficit efetivo diminuía até se igualar à demanda de moeda gerada por aquele imposto.

Uma implicação do modelo era que, para controlar a inflação, seria necessário conceber um mecanismo alternativo à própria inflação para reduzir parte da despesa programada do orçamento. Ou seja, aprovar um orçamento realmente equilibrado, com receitas realisticamente estimadas e propriamente definidas (i.e., sem truques contábeis).

Foi a justificativa para a emenda constitucional de criação do Fundo Social de Emergência/FSE (anos depois mais apropriadamente denominado de Desvinculação das Receitas da União), que permitiu que o déficit operacional do governo federal de 1994, inicialmente orçado em 6,6% do PIB, fosse reduzido para 1,1% do PIB no orçamento novamente submetido ao Congresso (cf. Bacha, 2021, pp. 205).

Ademais, o orçamento de 1994 foi aprovado pelo Congresso somente em novembro daquele ano e, como esclarece Murilo Portugal (2016, pp. 376-377), “isso permitiu que a STN, durante praticamente todo o ano, executasse o orçamento na proporção máxima de 1/12 por mês apenas para verbas de custeio, sem liberação para empenho de despesas de investimento”. Além da corrosão do valor real das despesas pela inflação no primeiro semestre de 1994, o ano inicial do Real teve também a ajuda de significativo aumento da arrecadação.

A consequência foi que, em 1994, o governo central gerou um superávit operacional da ordem de 2% do PIB. Este é o valor “abaixo da linha”, calculado pelo Banco Central a partir das variações dos estoques de dívida pública com o setor financeiro, conforme reportado em Portugal (2016, p. 377). O resultado “acima da linha”, calculado a partir de receitas e despesas, é menor, mas também positivo. Para discussão dessas divergências, ver Portugal (2016, p. 380) e Ayres et al (2021, pp. 181-185).

3. *Apêndice importante*

O argumento do artigo foi útil para a concepção do sequenciamento das medidas do Plano Real, cuja primeira etapa foi a aprovação de emenda constitucional que permitiu o envio para o Congresso de um orçamento razoavelmente equilibrado para 1994. Sem embargo, o modelo do artigo pecava por supor que todo o déficit do governo fosse financiado por emissão de moeda não remunerada. Na prática, o grosso do déficit era financiado por emissão de dívida de curto prazo, com uma característica brasileira peculiar. A dívida do governo era detida em boa parte pelos bancos comerciais, que financiavam seu carrego com a emissão de depósitos remunerados retidos pelo público. Esses depósitos constituíam o grosso dos meios de pagamentos do país, já que tanto o papel moeda como os depósitos à vista não

remunerados foram ao longo do tempo sendo reduzidos a valores muito pequenos.

Sobre esse tema, vale reproduzir trecho de minha avaliação do Plano Real (Bacha 2012a, p. 156):

Quando o Real foi introduzido, a base monetária correspondia a 0,6% do PIB e M1 (papel moeda em poder do público mais depósitos bancários à vista), igualmente modesto, era de 1,1% do PIB. A moeda relevante era carregada sob a forma de fundos de curto prazo, sobre os quais se podiam passar cheques, já que os bancos comerciais garantiam a transferência automática desses fundos para as contas correntes. Tais fundos eram normalmente lastreados por títulos de um mês do Banco Central, que podiam por ele ser recomprados automaticamente à taxa de juros do overnight. Em princípio, o Banco Central estava preparado para prover liquidez imediata e sem custos à totalidade da dívida federal (títulos do Tesouro e do Banco Central), que era detida predominantemente pelo próprio sistema bancário, e não por aplicadores finais. Essa dívida chegava a 6,8% do PIB e era o substituto doméstico da moeda que permitiu ao Brasil, a despeito das elevadíssimas taxas de inflação, evitar a dolarização de seu sistema monetário.

Reservei para o apêndice do artigo um modelo alternativo, mais realista, em que o governo se financiava majoritariamente através da emissão de moeda remunerada (ou seja, dívida do governo monetizada pelos bancos através das contas remuneradas). Para a elaboração desse modelo, contei com a inestimável ajuda de Guillermo Calvo (Calvo, 1993). Além de seu componente real, a taxa de juros que incidia sobre a dívida/moeda envolvia a taxa esperada de inflação. Nesse caso, no limite em que toda moeda fosse remunerada, sua emissão pelo governo não gerava imposto inflacionário.

E mais, caso a taxa esperada de inflação fosse exógena não bastava zerar o déficit operacional para zerar a inflação, pois a emissão de moeda remunerada continuaria a ser positiva para remunerar a dívida preexistente de acordo com a inflação esperada. Nesse modelo, a zeragem do déficit operacional apenas garantia que a inflação observada fosse não maior do que a inflação esperada.

O modelo do apêndice parava por aí, mas uma implicação do argumento era que seria necessário convencer os detentores da dívida que a zeragem do déficit operacional de fato iria ser acompanhada do fim da alta inflação, para que as expectativas de inflação convergissem, de imediato, para valores mais baixos. A formação de expectativas inflacionárias no caso brasileiro estava, entretanto, amarrada na inflação passada, que se reproduzia para a frente através dos amplos mecanismos de indexação de preços e salários no país. A superação dessa indexação defasada era, pois, um requisito para a estabilidade de preços. Foi o que se tratou de conseguir no plano Real com a conversão equilibrada de preços e salários em URV -- um símile doméstico do dólar americano.

4. O corpo e o apêndice

O modelo no apêndice oferecia ademais uma alternativa ao do corpo do artigo, para explicar por que a inflação permanecia alta apesar de um déficit operacional pequeno. No corpo do artigo, a explicação era que o déficit era apequenado pela inflação alta para se igualar ao imposto inflacionário que era diminuto. No apêndice, com moeda inteiramente remunerada pela inflação esperada, a inflação era alta apesar de o déficit operacional ser pequeno porque as expectativas de inflação se mantinham elevadas; elas respondiam não ao tamanho do déficit operacional mas à inflação passada -- a partir da constatação de que os amplos mecanismos de indexação de preços e salários então existentes garantiam que essa inflação se reproduzisse à frente.

Na época em que apresentei a Aula Magna (junho de 1993) estava convencido que apenas uma reforma monetária ao estilo da implantada pelo Plano Real daria cabo da alta inflação brasileira. Mas resolvi focar no corpo do artigo exclusivamente em seus aspectos fiscais, e no apêndice não elaborei sobre como lidar com o processo de formação de expectativas inflacionárias em função da indexação defasada de preços e salários.

Como explico na Introdução a *Belíndia 2.0* (Bacha, 2012b, p.18), em junho de 1993 (antes da entrada na equipe econômica de Persio Arida, Pedro Malan e André Lara Resende) eu acreditava que Fernando Henrique Cardoso e seus assessores econômicos de então (eu, Gustavo Franco, Murilo Portugal e Winston Fritsch) seríamos em breve demitidos, da mesma forma que ocorrera

com os três ministros da Fazenda anteriores e suas equipes, nos primeiros sete meses da presidência de Itamar Franco. Portanto, a última coisa que queria era que ganhasse curso a versão de que eu favorecesse formas outras que não o equilíbrio fiscal para acabar com a inflação.

Talvez me tenha *pasado la mano* na ênfase exclusiva no equilíbrio fiscal. Certamente, foi o que pensou Delfim Netto (1993) em ferina, não obstante amistosa, crítica de 10 páginas que me enviou em setembro de 1993 – dizendo que minha conclusão fiscalista era não uma conclusão, mas uma profissão de fé!

Até hoje há muita discussão na literatura econômica sobre o papel que o ajuste fiscal teve na contenção da inflação brasileira. Veja-se, por exemplo, Cardoso (1998), Portugal (2016) e Ayres et al. (2021). O modelo no corpo de meu artigo sugeria que bastava esse ajuste para acabar com a inflação. Mas o que o modelo no apêndice do artigo mais realisticamente mostrava era que o ajuste fiscal era importante basicamente para evitar a aceleração da inflação. O equilíbrio fiscal era necessário para tornar a inflação observada não maior do que a inflação esperada. Mas para lidar com a alta inflação esperada era preciso substituir os mecanismos então existentes de indexação de preços e salários à inflação passada – o que se obteve com a introdução da URV.

5. *Patinkin e o efeito Guardia*

Em 1993, a concepção acadêmica dominante com relação ao efeito da inflação sobre o déficit do governo era que quanto maior fosse a inflação maior seria o déficit operacional do governo. Era uma causalidade convencional, reforçada pelo chamado efeito Olivera-Tanzi. As referências são Olivera (1967) e Tanzi (1977). Segundo esses autores, quanto maior fosse a inflação menor seria a arrecadação em termos reais devido à defasagem no tempo entre o ato gerador (venda do produto ou apropriação da renda) e o recolhimento dos impostos. No Brasil, entretanto, desde 1964 os impostos em geral passaram a ser recolhidos de acordo com uma unidade de referência indexada à inflação. Em 1993, essa unidade era a UFIR, que variava diariamente de acordo com a taxa estimada de inflação. Portanto, o efeito Olivera-Tanzi tendia a ser pequeno.

Por outro lado, se supunha na literatura econômica que, no contexto de orçamentos realistas e razoavelmente equilibrados, os gastos do governo eram bem protegidos da inflação. De modo que com gastos reais invariantes e impostos mal indexados, o que presumia a literatura era que maior inflação resultaria em maiores déficits.

Quando preparei minha Aula Magna na UFRJ, não havia lido o artigo de Don Patinkin publicado naquele mesmo ano (Patinkin, 1993), em que – com base em muitos anos de observação da cena em Israel – ele assevera que a inflação podia ser vista como a imposição de um imposto pelo ministro da Fazenda aos demais ministros do governo:

Especificamente, numa situação na qual – por se tratar de um governo de coalizão – o ministro da Fazenda não tem poder de forçar os ministérios a fazer reduções adequadas nas suas respectivamente demandas orçamentárias, confrontando, assim, um orçamento global cujas despesas planejadas excedem amplamente as receitas esperadas, ele poderá aparentar aceitar essas demandas e, então, financiar o déficit imprimindo dinheiro e deixando a inflação resultante produzir a necessária redução nas despesas governamentais reais (Patinkin, 1993, p. 115).

Retiro este trecho de uma citação em meu artigo, pois, ao preparar a Aula Magna para publicação, tomei conhecimento do texto de Patinkin, o que me deixou aliviado, pois ele mostrava que a tese que eu desenvolvia não era uma jabuticaba brasileira, pois também se aplicava ao caso de Israel.

Não encontrei na literatura econômica referências acadêmicas anteriores a meu artigo e ao de Patinkin sobre a importância da inflação para reduzir o déficit do governo, portanto é justo (dada sua origem no caso de meu artigo) que ele seja chamado de “efeito Guardia”, como o faz Franco (2022) em seu capítulo neste livro.

6. *Negociando a desinflação*

Cabe um esclarecimento sobre os achados de Guardia. O que ele constatou foi que, em regime de inflação elevada, era alta a diferença entre a despesa real orçada e a efetivamente realizada. Devia estar implícito em seu argumento que quanto maior fosse a inflação maior seria essa diferença. Também seria

possível arguir, numa situação em que os gastos orçamentados incorporassem a inflação observada, que, para manter uma dada diferença entre despesas realizadas e orçadas a taxa de inflação teria que ser continuamente mais elevada.

O apêndice contém uma discussão analítica dessas considerações, com ilustrações numéricas para o início da década de 1990. Curiosamente, os números para aquele período sugerem que a inflação teria sido inclusive maior do que a necessária para equilibrar o orçamento. Se isso de fato ocorreu, pode ter havido uma quebra na relação negativa entre déficit do governo e taxa de inflação naquele período, como se discute no apêndice.

O modelo do corpo de meu artigo escrito em 1993 simplesmente postulava a existência de uma relação negativa entre o gasto real realizado e a taxa de inflação. O mesmo ocorria na versão de Patinkin, tanto que este autor teve o cuidado de observar que o fenômeno não queria dizer que os perdedores com a inflação tinham ilusão monetária. Em suas palavras (Patinkin, 1993, p. 216):

Isso não significa que os demais ministros [que não o ministro da Fazenda, que gerava a inflação] sofram de ilusão monetária. Ao contrário, eles podem ser vistos como estando num “dilema do prisioneiro”, em que, por recear que sua posição relativa aos demais ministérios possa piorar, cada um insiste num orçamento nominal exagerado, cuja soma gera uma inflação que faz perigar a sobrevivência do governo de coalizão, tornando a situação pior para todos. Um corolário dessa “teoria da coalizão inflacionária” é que quanto mais fraca a coalizão, maior a taxa de inflação.

Tratava-se, enfim, de um jogo em que a inflação era gerada não por um conflito distributivo entre lucros e salários, mas pelo conflito distributivo entre a soma dos desejos de gasto das unidades de despesa e os limites da arrecadação tributária do governo. O apêndice desenvolve uma modelagem simples dessa situação.

A solução no plano Real para a mitigação desse conflito foi a negociação no Congresso de emenda constitucional para a criação do FSE, que reduziu em 20% as despesas vinculadas às receitas tributárias. Essa redução foi então utilizada para equilibrar o orçamento, no seu conceito operacional.

Colocada a questão nessa perspectiva, o plano Real também tratou de minorar o conflito distributivo entre salários e lucros através da conversão de preços e salários em URV pela média dos valores observados dessas variáveis nos quatro meses anteriores a março de 1994, mês de introdução da URV. Quatro meses era a periodicidade com que, em 1993, os salários eram reajustados integralmente de acordo com a inflação passada, de acordo com a lei salarial vigente. A regra de conversão foi amplamente negociada com o Congresso, na aprovação da medida provisória da URV, especialmente no que se refere a salários e preços administrados. Para um histórico da negociação do FSE e da URV com o Congresso, ver Bacha (2021, pp. 205-224).

O Plano Real não envolveu um pacto social entre governo, empresários e trabalhadores, do tipo que se negociou na Espanha em 1974 ou em Israel em 1985, mas certamente dependeu, senão de um pacto, de um acordo político amplamente negociado entre o Executivo e o Congresso.

7. Literatura posterior

Monografia de Couri (2012), para o Curso em Especialização em Orçamento Público do Instituto Serzedello Corrêa do Tribunal de Contas da União, analisa as diferenças entre os valores orçados e os executados de receitas e despesas da União entre 2002 e 2011. Para as despesas primárias, o autor constata nesse período pequenas diferenças entre valores orçados e realizados. Couri apresenta em seu texto apenas valores em preços correntes, dos quais se infere que as despesas primárias realizadas foram em média 7% inferiores às orçadas.

No apêndice de seu texto, Couri apresenta séries para os valores orçados e observados do PIB real, IPCA e IGP-DI, de 2002 a 2011. Dessas séries, conclui-se que os PIBs nominais estimados foram em média 2% inferiores aos observados no período. Ou seja, em média, como proporção do PIB, entre 2002 e 2011, as despesas primárias realizadas foram 9% inferiores às orçadas – uma diferença bem menor do que antes do Plano Real. Com inflação baixa, a resolução do conflito distributivo por nacos do gasto do governo aparentemente passou a se dar na formulação do orçamento e sua votação no Congresso, não mais na execução orçamentária. Couri sugere que

isso se deveu a o grosso das despesas do governo terem se tornado obrigatórias.

Nas despesas discricionárias Couri continua a observar uma diferença significativa para menos entre valores executados e orçados, especialmente no que se refere a investimentos. O mecanismo que permitiu essa diferença foi o contingenciamento de gastos de acordo com a evolução da receita tributária, o que fez com que parte das despesas discricionárias fosse executada somente no final do ano e, no limite, destinada aos restos a pagar. Os cálculos de Couri de execução orçamentária não incluem os pagamentos dos restos a pagar de anos anteriores, mas ele observa um contínuo aumento desses valores ao longo dos anos, indicando a dificuldade de executar o orçamento com o grau crescente de rigidez que ele adquiriu.

Por outro lado, pesquisas empíricas no Brasil, posteriores a meu artigo, têm resultados ambíguos no que se refere à relação negativa entre a despesa real do governo e a taxa de inflação, postulada naquele texto. Barbosa (1987) estima uma relação negativa para 1948 a 1983, mas Portugal e Portugal (2001), ao replicarem a análise para 1986 a 1997, não confirmam a existência da relação neste último período. Pereira (1998) analisa a relação entre inflação e componentes do gasto do governo federal de 1990 a 1998 (não reportando resultados para o total dos gastos). Ele encontra relações negativas com a inflação para transferências a estados e municípios, outras despesas e outras vinculações, mas não para pessoal e encargos sociais.

Esses achados para o período pós-1994 sugerem que a relação entre inflação e gastos se altera à medida em que mudam não somente o nível da inflação mas também as regras do jogo orçamentário. O conflito muda de lugar, perde espaço o contingenciamento, porque os agentes aprendem o jogo, e crescem em importância as emendas de parlamentares, que se tornam imunes à não-execução e geram restos a pagar que não podem ser cancelados.

Numa pesquisa distinta, em que cita meu artigo, Sonnervig (2017) embute a hipótese de receitas e gastos do governo fixados em termos nominais em um modelo empírico da teoria fiscal do nível de preços para os EUA entre 1955 e 2007. Ele argui que, para esse caso, o mecanismo de determinação do nível de preços da teoria fiscal teria operado através da

erosão do valor real dos gastos do governo e não da compressão do valor real da dívida pública, como na formulação original da teoria.

8. Conclusões

Meu artigo “O fisco e a inflação”, originado de Aula Magna na UFRJ em junho de 1993, parte de achado da tese de mestrado de Eduardo Guardia (1992) em que ele constata o uso da inflação para a redução do déficit orçamentário do governo federal em 1990 e 1991.

O modelo no corpo do artigo supunha que o governo se financiava inteiramente através do imposto inflacionário. A inflação corroía as despesas orçadas até o ponto em que o déficit resultante se igualava às receitas desse imposto. Neste modelo, bastaria a eliminação do déficit primário do governo (igual ao déficit operacional, já que não havia pagamento de juros) para acabar com a inflação.

Em apêndice ao artigo, elaborei uma versão mais refinada, em que o governo se financiava por meio da emissão de “moeda remunerada” (dívida de curto prazo do governo monetizada pelos bancos comerciais através dos depósitos remunerados). Além dos juros reais, essa dívida/moeda era remunerada pela inflação esperada pelos investidores. Neste caso, a eliminação do déficit operacional apenas garantiria que a inflação observada se igualasse à inflação esperada.

O artigo não elaborava sobre como fazer a inflação esperada convergir para perto de zero, mas neste texto deixo claro que, em minha percepção de agora como na daquela época, isso dependeria de um rearranjo do mecanismo de indexação de preços e salários, que fazia com que a inflação esperada fosse igual à inflação passada, não respondendo, assim, de imediato, à eliminação do déficit operacional.

Sugiro neste texto que o modelo do corpo do artigo (que se sustentava no uso da inflação para a redução dos gastos orçados) foi importante para definir a primeira etapa do plano Real. Esta consistiu na aprovação de emenda constitucional do Fundo Social de Emergência (FSE), que permitiu o envio para o Congresso de um orçamento razoavelmente equilibrado para 1994.

Já o modelo do apêndice deixava implícita a necessidade de um mecanismo que fizesse a inflação esperada convergir rapidamente para perto

de zero, dada a zeragem do déficit operacional. No plano Real, este mecanismo foi a conversão de preços e salários em URVs.

Tanto a emenda constitucional do FSE como a medida provisória da URV foram amplamente negociadas com o Congresso, motivo por que arguo que embora o plano Real não tivesse patrocinado um pacto social, ele certamente envolveu um amplo acordo político.

Literatura empírica posterior sugere, em primeiro lugar, que, após a estabilização promovida pelo plano Real, aparentemente não mais se manifestou o efeito Guardia, ou seja, exceto no que se refere aos gastos discricionários (cada vez menores em relação aos obrigatórios), a execução dos orçamentos federais passou a se conformar aos valores aprovados pelo Congresso. Em segundo lugar, a literatura é dúbia sobre a manutenção de uma relação negativa entre inflação e o valor real dos gastos governamentais executados, após a estabilização da economia brasileira.

Com gastos orçados progressivamente mais rígidos, torna-se mais difícil a execução dos orçamentos públicos, gerando restos a pagar que são crescentes no tempo. Segue, assim, atual a preocupação que Guardia manifesta em sua tese de mestrado quanto à higidez do processo orçamentário no país.

APÊNDICE

ANÁLISE SIMPLIFICADA DO EFEITO GUARDIA

Em preços correntes, o déficit no orçamento conforme aprovado pelo Congresso é dado por:

$$D_b = G_b - T_b \quad (1)$$

Onde D_b , G_b e T_b são, respectivamente o déficit orçado, o gasto autorizado e a receita prevista no orçamento para o ano subsequente, que denominaremos de ano zero (o subscrito b é para “budget”).

Suponha que o PIB real seja constante e igual à unidade. Então, por hipótese o gasto projetado no orçamento almeja apropriar-se de uma parcela do PIB igual a k (com $0 < k < 1$), para uma dada taxa orçada de inflação:

$$G_b = k P_{-1}(1+p_b) \quad (2)$$

Onde p_b é a taxa anual de inflação inscrita no orçamento. O produto $P_{-1}(1+p_b)$ é o PIB nominal antecipado para o ano zero, sendo P_{-1} o nível de preços do ano anterior (aquele em que o orçamento é votado).

Também por hipótese, a receita prevista no orçamento é igual ao gasto autorizado, de modo a fazer o déficit orçado igual a zero³:

$$T_b = G_b \rightarrow D_b = 0 \quad (3)$$

Passamos então aos valores nominais realizados. O déficit realizado, D , é igual ao gasto realizado, G , menos a receita realizada, T :

$$D = G - T \quad (4)$$

Supondo restos a pagar iguais a zero e que não haja cancelamento de despesas, o gasto realizado é no mínimo igual ao gasto previsto no orçamento:

$$G \geq G_b \quad (5)$$

O gasto nominal realizado pode ser maior do que o gasto orçado caso a arrecadação nominal dos impostos, impulsionada pela inflação, seja suficientemente maior do que aquela prevista no orçamento. Nesse caso, haveria a abertura de créditos adicionais para absorver o excesso da arrecadação. Tratamos desse caso mais adiante.

³ Não era exatamente isso que acontecia, já que, para fechar a conta, entre os impostos os legisladores tendiam a incluir receitas de capital, incluindo emissão líquida de dívida. Uma hipótese mais realista seria que os impostos estimados eram uma fração elevada dos gastos autorizados. Os valores na Tabela 9.1 de Franco (1995, p. 212) sugerem que para 1991 e 1992 a arrecadação prevista de impostos foi igual a cerca de 94% dos gastos orçados.

Os impostos arrecadados, supondo indexação perfeita à inflação, são iguais a uma parcela t (com $0 < t < 1$) do PIB nominal no ano em causa, ou seja:

$$T = tP = tP_{-1}(1+p) \quad (6)$$

Onde p é a taxa observada de inflação.

Deste modo, admitindo que (5) valha como igualdade e substituindo (2) e (6) em (1), o déficit nominal realizado é dado por:

$$D = P_{-1} [k (1+p_b) - t(1+p)] \quad (7)$$

Vamos supor que haja conflito distributivo, dado por $k/t > 1$, ou seja, a parcela do PIB desejada de gastos supera a parcela do PIB arrecadada pelo governo.

Como proporção do PIB, isto é, em termos reais, o déficit realizado, dado pela divisão de D em (7) por P , é dado por:

$$D/P = k (1+p_b)/(1+p) - t \quad (8)$$

Onde se usa a definição:

$$P_{-1}/P = 1/(1+p) \quad (9)$$

Caso a inflação observada, p , fosse igual à prevista no orçamento, p_b , o déficit do governo como proporção do PIB seria igual a $k-t > 0$. Tal é a expressão do déficit potencial, aquele que existiria sem o ajuste produzido pela inflação. Claramente, por (8), o déficit real realizado, D/P , será uma função decrescente da taxa de inflação, p .

Em equilíbrio o déficit real realizado é igual ao imposto inflacionário⁴:

$$D/P = m \quad (10)$$

Para simplificar a análise, vamos supor que a arrecadação do imposto inflacionário (como proporção do PIB) seja uma fração constante igual a $m > 0$.

Então, usando (8) e (10) verifica-se que a taxa de inflação, p' , que iguala o déficit realizado com a arrecadação do imposto inflacionário, m , é dada por:

$$1+p' = (1+p_b)[k/(m+t)] \quad (11)$$

Quanto maior o conflito distributivo, maior será a taxa de inflação de equilíbrio. Se $k > m+t$, a inflação de equilíbrio, p' , será maior do que a inscrita no orçamento, p_b .

Os números em Franco (1995, p. 212) para 1991 e 1992 sugerem uma razão entre k e t de 1,54, uma vez que, em termos reais, os impostos

⁴ Supõe-se que a senhoriação seja igual ao imposto inflacionário e que não haja emissão líquida de dívida pública.

arrecadados se situaram em torno de 65% ($1/0,65 = 1,54$) dos gastos autorizados. Admitindo uma arrecadação de impostos federais na casa de 17% do PIB (conforme Giambiagi e Além (1999; Tabela 7.1, pp. 189-190)), segue-se que os gastos autorizados seriam da ordem de 26% do PIB ($0,26=0,17 \times 1,54$) -- um déficit potencial de nada menos do que 9% do PIB ($0,09=0,26 - 0,17$). Por outro lado, as estimativas de Aires et al. (2021; Tabela 3, p. 162) sugerem números perto de 3% do PIB para a arrecadação do imposto inflacionário. Ou seja, $k/(m+t) = 0,26/(0,03+0,17) = 1,3$.

Isto quer dizer que, nos anos iniciais da década de 1990 a inflação “resolvia” o conflito distributivo, do qual resultava um déficit potencial de 9% do PIB, de duas formas. A primeira, tradicional, era a geração do imposto inflacionário, de 3% do PIB. A segunda era a redução do gasto real orçado de 26% para 20% do PIB. Antes do plano Real, o efeito Guardia aparenta ter sido duas vezes mais importante do que o imposto inflacionário para equilibrar as contas do governo.

Outra conclusão é que a taxa de inflação que equilibrava o orçamento no período pré-Real precisava ser cerca de 30% ($0,26/0,20 - 1$) maior do que a inflação inscrita no orçamento para reduzir o gasto do governo de 26% para 20% do PIB, e assim igualar o déficit com a arrecadação do imposto inflacionário.

Consideremos o caso em que a taxa de inflação inscrita no orçamento seja não inferior àquela observada no ano anterior, $p_b \geq p_{-1}$, o que parece razoável num período em que, exceto quando temporariamente interrompida pelos dois planos Collor, a inflação tendia a duplicar a cada ano⁵. A partir das arrecadações de impostos previstas nos orçamentos de 1991 a 1993, derivamos estimativas dos fatores inflacionários $(1+p)$ para 1992 e 1993 respectivamente iguais a 1,19 e 1,49 vezes os observados no ano anterior⁶.

⁵ Medida pelo IGP-DI a inflação de dezembro a dezembro em 1987 foi 416%; em 1988, 1.038%; e em 1989, 1.793%. Houve uma pausa nessa trajetória em 1990 e 1991 com os dois planos Collor. Em 1991, a inflação foi 480%; em 1992, 1.158%; e em 1993, 2.708%.

⁶ Em 1991 a inflação medida pelo IGP-DI, de dezembro a dezembro, foi igual a 480%. Já a previsão das receitas correntes do governo, que parece ser um estimador razoável da inflação embutida no orçamento, cresceu 593% entre o orçamento de 1991 (sancionado em 31/01/1991) e o de 1992 (sancionado em 28/02/1992). Ao longo de 1992, a inflação pelo IGP-DI foi de 1.158% e a previsão das receitas cresceu 1.774% entre os orçamentos de 1992 e 1993 (sancionado em 30/04/1993). Ou seja, nesses dois anos os fatores inflacionários previstos no orçamento foram respectivamente 19% ($((1+5,93)/(1+4,80))$) e 49% ($((1+17,74)/(1+11,58))$) maiores do que os observados no ano de sua

De acordo com a equação (11), isto significa que os fatores inflacionários que equilibrariam o orçamento em 1992 e 1993 seriam respectivamente iguais a 1,5 e 1,9 vezes aquelas observadas em 1991 e 1992 (Dividindo ambos termos de (11) por $(1+p_{-1})$, resulta $(1+p')/(1+p_{-1}) = [(1+p_b)/(1+p_{-1})] \cdot [k/(m+t)] = 1,19 \times 1,3 = 1,5$ em 1992 e $1,49 \times 1,3 = 1,9$ em 1993). Na realidade, medidas pelo IGP-DI, tanto em 1992 como em 1993 os fatores inflacionários observados foram 2,2 superiores aos dos anos imediatamente anteriores (i.e., $(1+p)/(1+p_{-1}) = 2,17$ em 1992 e $(1+p)/(1+p_{-1}) = 2,23$ em 1993) – portanto maiores do que os necessários para equilibrar o orçamento.

Uma inflação maior do que aquela necessária para igualar o déficit primário do governo com a arrecadação do imposto inflacionário implicaria, caso (5) fosse válida como igualdade, que o déficit teria sido menor do que o imposto inflacionário, o que não parece ter ocorrido. Isto porque inflações mais altas, que corroem a despesa orçada além do necessário, abrem espaço para que sejam orçadas outras despesas no ano, por meio de créditos adicionais que suplementam as verbas do orçamento utilizando o “excesso de arrecadação”. Se incluirmos o imposto inflacionário nessa arrecadação⁷, uma implicação é que o gasto do governo será no mínimo igual à soma dos impostos regulares com a arrecadação do imposto inflacionário, isto é:

$$G/P \geq t + m \quad (12)$$

Inserindo (2) em (5), dividindo por P e combinando o resultado com (12) chegamos a seguinte expressão geral para o gasto real realizado:

$$G/P = \max[k(1+p_b)/(1+p), t+m] \quad (13)$$

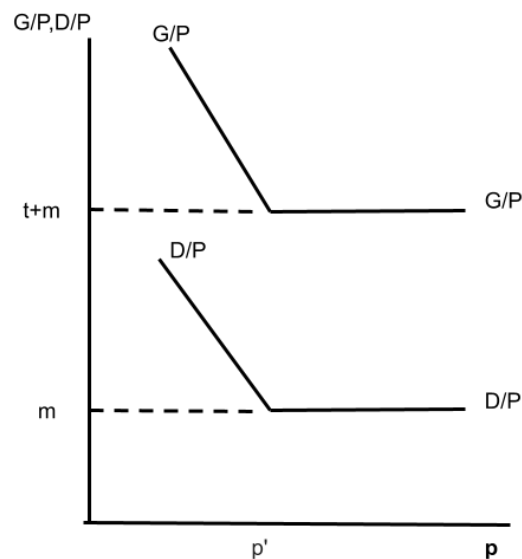
Ou seja, para taxas de inflação das quais resultem um G/P maior do que $t+m$, vale o efeito Guardia – quanto maior a inflação, menor o gasto real. A partir da taxa de inflação, p' , em que $G/P(p') = t+m$, entretanto, seus aumentos subsequentes não reduzem o gasto real. Manifesta-se nesta situação um excesso de arrecadação que permite que, através de créditos adicionais, o gasto nominal passe a crescer pari-passu com a arrecadação de impostos e a inflação.

elaboração. Os dados do IGP-DI são da Fundação Getúlio Vargas e os dos orçamentos são retirados de: <https://www.congressonacional.leg.br/materias/materias-orcamentarias#1993>. Agradeço a Vilma Pinto, da Instituição Fiscal Independente, a indicação dessa referência.

⁷ A transferência dos lucros do Banco Central para o Tesouro faz parte das fontes que alimentam o orçamento.

Essa qualificação do efeito Guardia é ilustrada no Gráfico 1 em que a taxa de inflação, p , está no eixo horizontal e tanto o gasto real, G/P , como o déficit real, D/P , estão no eixo vertical. Supomos, para simplificar, relações lineares do gasto e do déficit com a inflação. No eixo vertical, marcamos os valores observados para m e para $t+m$. Então, para taxas de inflação menores do que p' , vale o efeito Guardia: aumentos na taxa de inflação reduzem o gasto real do governo e o déficit. A partir de p' , o efeito não é mais válido, porque se gasta todo excesso de arrecadação gerado pela inflação. Isso pode ter ocorrido nos anos imediatamente antes do plano Real: a inflação se acelerou de tal forma que teria permitido mais gastos do que os orçados. O esquema simplificado deste apêndice é insuficiente para explicar por que a inflação teria sido maior do que a necessária para equilibrar o orçamento.

Gráfico 1
Efeito Guardia qualificado



Referências

- Ayres, João; Garcia, Marcio; Guillen, Diogo; e Kehoe, Patrick (2021). "The History of Brazil". Em: Kehoe, Timothy e Nicolini, Juan Pablo. *A Monetary and Fiscal History of Latin America, 1960-2017*. Minneapolis: University of Minnesota Press, pp. 131-189.
- Bacha, Edmar (1994). "O fisco e a inflação: uma interpretação do caso brasileiro". *Revista de Economia Política* 53, 14(1), pp. 5-17. Versão revista em Bacha (2012), pp. 115-134.
- Bacha, Edmar (2012a). "O Plano Real: Uma avaliação". Em: Bacha (2012b), pp. 130-175.
- Bacha, Edmar (2012b). *Belíndia 2.0: Fábulas e ensaios sobre o país dos contrastes*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira.
- Bacha, Edmar, org. (2016). *A Crise Fiscal e Monetária Brasileira*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira.
- Bacha, Edmar (2021). *No País dos Contrastes: Memórias da Inflação ao Plano Real*. Rio de Janeiro: História Real.
- Barbosa, Fernando H. (1987). "Inflação, indexação e orçamento do governo". *Revista Brasileira de Economia*, 41(3), jul.-set., pp. 251-273.
- Calvo, Guillermo (1993). *Inflation: reply to your note*. Fax de 3 de agosto. Disponível em: <https://iepecdg.com.br/wp-content/uploads/2023/06/1993-08-03-GC-Note.pdf>
- Cardoso, Eliana (1998). "Virtual deficits and the Patinkin effect". *IMF Staff Papers* 45(4), pp. 619-646.
- Couri, Daniel V. (2012). *Credibilidade da proposta orçamentária: Uma comparação entre a proposta enviado ao Legislativo e sua execução*. Monografia para o Programa de Pós-Graduação e Pesquisa do Instituto Serzedello Corrêa do Tribunal de Contas da União como parte da avaliação do Curso de Especialização em Orçamento Público. Brasília: Tribunal de Contas da União. Disponível em: <https://portal.tcu.gov.br/biblioteca-digital/credibilidade-da-proposta-orcamentaria-uma-comparacao-entre-a-proposta-enviada-ao-legislativo-e-sua-execucao.htm>
- Delfim Netto, A. (1993). *Prezado Bacha*. Fax de 13 de setembro. Disponível em: <https://iepecdg.com.br/wp-content/uploads/2023/06/1993-09-20-DN-Prezado-Bacha.pdf>
- Franco, Gustavo (1995). "A crise fiscal da União: diagnóstico e apontamentos para uma lei das finanças públicas". Em: *O Plano Real e outros ensaios*. Rio de Janeiro: Francisco Alves, pp. 211-228.
- Franco, Gustavo (2022). "Uma nota sobre a contribuição de Eduardo Guardia". *Texto para Discussão n. 71*. Rio de Janeiro: IEPE/Casa das Garças. Disponível em: <https://iepecdg.com.br/wp-content/uploads/2022/06/A-contribuicao-de-Eduardo-Guardia-3.0.pdf>
- Giambiagi, Fabio e Além, Ana Cláudia (1999). *Finanças Públicas: Teoria e Prática no Brasil*. Rio de Janeiro: Campus.

Guardia, Eduardo R. (1992). *Orçamento público e política fiscal*. Dissertação de mestrado em economia. São Paulo: Universidade de Campinas. Disponível em: https://iepecdg.com.br/wp-content/uploads/2022/04/Guardia_EduardoRefinetti_M.pdf

Olivera, Julio (1967). "Money, prices and fiscal lags: a note on the dynamics of inflation". *BNL Quarterly Review* 20(82), pp. 258-267.

Patinkin, Don (1983). "Israel's stabilization program of 1985, or some simple truths of monetary theory". *Journal of Economic Perspectives* 7(2), pp. 103-128.

Pereira, Rodrigo (1998). "O ajustamento cíclico dos gastos públicos brasileiros". *Revista de Pesquisa e Planejamento Econômico*, (28)3, dez., pp. 563-584.

Portugal, Cristiano O. e Marcelo S. Portugal (2001). "Os efeitos da inflação sobre o orçamento do governo: uma análise empírica". *Estudos Econômicos* 31(2), abr.-jun., pp. 239-283.

Portugal, Murilo (2016). "Política fiscal na primeira fase do Plano Real, 1993-1997". Em: E. Bacha (2016), pp. 373-400.

Serra, José (1994). "As vicissitudes do orçamento". Em: *Orçamento no Brasil: as raízes da crise*. São Paulo: Atual Editora, pp. 50-60.

Sonnervig, Marcos K. (2017). *The Fiscal Theory of the Price Level with Nominal Revenues and Expenditures*. Dissertação de Mestrado. Departamento de Economia da PUC-Rio. Rio de Janeiro: PUC-Rio, março. Disponível em: <https://www.econ.puc-rio.br/publicacao/busca/9/pagina?data=&pagina=5>.

Tanzi, Victor (1977). "Inflation, lags in collection, and the real value of tax revenue". *IMF Staff Papers* 24(1), 1977, pp. 154-167.