

A ESTABILIZAÇÃO INACABADA

*THE UNFINISHED BRAZILIAN
STABILIZATION PLAN*

Fernando de Holanda Barbosa
*Professor da Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas
Fundação Getúlio Vargas
Praia de Botafogo, 190, sala 1.100
Rio de Janeiro - RJ
CEP 22253-900
E-mail: fholanda@fgv.br*

Resumo

Este trabalho identifica o financiamento do Estado como a fonte de vários episódios de hiperinflação na América Latina. No Brasil, a principal obra do governo FHC, a estabilização da economia, é uma obra inacabada, pois a questão fiscal não foi resolvida. O Plano Real interrompeu o financiamento do déficit público por meio da emissão de moeda. Todavia, ele passou a ser financiado com dívida pública, produzindo um endividamento em bola de neve e uma taxa de juros real que inibe o crescimento econômico. Não resta outra alternativa ao novo governo do que terminar a obra iniciada pelo presidente FHC, aprovando e pondo em prática as reformas fiscal, da previdência e do sistema financeiro, para construir um regime de políticas monetária e fiscal que suporte uma estabilização duradoura para a economia brasileira.

Palavras-chave: Estabilização; Hiperinflação; Regimes de política econômica.

Abstract

This paper identifies the financing of the state as the source of various hyperinflation episodes in Latin America. In Brazil, the principal undertaking of the former government, the stabilization of the economy, is unfinished since the fiscal issue has not been resolved. The Real Plan interrupted the financing of the public deficit through the issuance of currency. Nevertheless, it is now being financed with the public debt, producing snowballing indebtedness and an effective interest rate that inhibits economic growth. The new government has no alternative other than to conclude the work commenced by President Fernando Henrique Cardoso, approving the fiscal, social security and financial system reforms and putting them into practice to build a regime of monetary and fiscal policies capable of supporting long-lasting stabilization for the Brazilian economy.

Keywords: Stabilization; Hyperinflation; Economic policy regimes.

1

INTRODUÇÃO

O governo do presidente Fernando Henrique Cardoso (FHC) chega ao seu final com o País imerso num novo choque financeiro. O dólar está bastante depreciado, a taxa de risco do País já esteve em dois mil pontos, a relação entre a dívida pública e o produto interno bruto situa-se em torno dos 60%, e a inflação anual medida pelo índice de preços ao consumidor ultrapassa os dois dígitos.

A avaliação do governo FHC pode ser feita usando-se dois tipos de métrica. No primeiro tipo de avaliação, compara-se a situação do País quando ele assumiu o Ministério da Fazenda, no governo Itamar Franco, e o Brasil, no final de 2002. Não há dúvida de que houve um avanço significativo com a estabilização da economia e com as várias reformas que foram levadas a cabo. Todavia, quando a métrica é baseada no conceito econômico do custo de oportunidade, compara-se o que foi feito com o que poderia ter sido realizado. A conclusão é de que o governo do presidente FHC deixou a desejar, pois houve uma oportunidade desperdiçada. Onde falhou o governo do presidente FHC? Este artigo tem como objetivo propor uma resposta para essa indagação.

A principal origem dos problemas da América Latina, no século passado e ainda nos dias atuais, é o financiamento do Estado. Na época da hiperinflação, usava-se a emissão de moeda para financiar o déficit público. Quando acabou-se com a hiperinflação, o déficit público passou a ser financiado com a emissão de dívida pública, produzindo um endividamento crescente, como uma bola de neve, e uma taxa de juros real elevada que inibe o crescimento econômico. Para compreender esse tema, é necessário analisar a restrição orçamentária do governo, com as implicações de diferentes combinações de políticas monetária e fiscal. Ademais, a restrição orçamentária do governo é bastante diferente da restrição orçamentária que condiciona o comportamento dos consumidores e dos empresários. No caso do governo, é preciso construir instituições para que os administradores públicos não ajam de acordo com os seus interesses pessoais, mas sim levando em conta os interesses da sociedade. A Seção 2 deste artigo é dedicada a esse assunto.

Este trabalho procura mostrar que a principal obra do governo FHC, a estabilização da economia, ainda está inacabada, porque o regime fiscal é um regime frágil, que pode tornar-se insustentável num ambiente adverso diante de choques internos e externos desfavoráveis. O regime fiscal, para ser

consolidado, depende de algumas reformas importantes que deixaram de ser feitas, como a fiscal, a da previdência e a do Banco Central.

A Seção 3 trata do arcabouço institucional que deve sustentar um dado regime fiscal e de outras questões, também importantes, que devem ser objeto de legislação que limite a liberdade de ação do governo na condução da política econômica.

A Seção 4 finaliza o trabalho com alguns comentários sobre os desafios do novo governo, na consolidação de um regime fiscal, que permita ao nosso país crescer com equidade e estabilidade dos preços.

2

A RESTRIÇÃO ORÇAMENTÁRIA DO GOVERNO

O governo financia os gastos (G) correntes com investimento e consumo, e as despesas com o pagamento de juros da dívida pública (rB) por meio de impostos (T), de emissão de moeda (M) e de empréstimos com títulos da dívida pública (B). Isto é:

$$G + rB \equiv T + \dot{M} + \dot{B} \quad (1)$$

em que $\dot{M} = dM/dt$ e $\dot{B} = dB/dt$, r é a taxa de juros nominal, M é o estoque nominal da base monetária e B é o estoque nominal da dívida pública. A literatura denomina essa equação de *restrição orçamentária do governo*. Todavia, esse nome não é apropriado, porque o governo não tem suas escolhas condicionadas por uma restrição orçamentária, como é o caso do consumidor. As instituições da sociedade obrigam o consumidor a viver dentro de sua restrição orçamentária mediante vários mecanismos: o cheque especial tem um limite de saque descoberto; o cartão de crédito também tem um limite; as instituições financeiras emprestam de acordo com as garantias oferecidas, e, na hipótese de as pessoas não honrarem seus compromissos, a legislação impõe sanções e penas dentro do processo judicial, o que procura coibir as pessoas de viver além de suas posses.

O governo tem uma opção que os indivíduos não têm: ele pode pagar suas despesas emitindo moeda. O uso dessa opção deve ser restrito; caso contrá-

rio, a tentação de usá-la poderá levar a decisões não adequadas do ponto de vista social.

Uma denominação mais apropriada para a restrição orçamentária do governo seria “fontes de financiamento do governo”, mas não há por que inovar quando a literatura já consagrou aquela denominação. A análise dessa restrição é essencial para entender as várias opções de regime fiscal que a sociedade tem à sua disposição, e é melhor escrevê-la dividindo cada uma das variáveis pelo produto interno bruto nominal (Y) da economia. Isto é:

$$\frac{G-T}{Y} + r \frac{B}{Y} \equiv \frac{\dot{M}}{Y} + \frac{\dot{B}}{Y} \quad (2)$$

O lado esquerdo dessa expressão é o déficit público do governo; o lado direito são as fontes de financiamento, e o termo $(G - T)/Y$ é o déficit primário, ou seja, a parcela do déficit que exclui os pagamentos do serviço da dívida pública. O déficit primário é o instrumento de política fiscal do Tesouro, pois ele não controla a taxa de juros nominal, e o estoque da dívida, num dado momento, foi herdado do passado.

Neste trabalho, vamos analisar dois tipos de regime fiscal. No primeiro regime, a política monetária é passiva, com o Banco Central emitindo moeda para financiar o Tesouro. No segundo regime fiscal, o Banco Central é autônomo para conduzir a política monetária e escolher a taxa de inflação de longo prazo da economia.

2.1 Regime fiscal com moeda passiva

O regime fiscal brasileiro, durante todo o século passado, caracterizou-se pelo fato de que o Banco Central (ou as autoridades monetárias, quando o Banco Central não existia) tinha como objetivo financiar uma parcela do déficit público. Admita que essa parcela seja representada pela letra grega δ . Logo,

$$\frac{\dot{M}}{Y} = \delta \quad (3)$$

Essa equação pode ser reescrita, depois de multiplicar-se e dividir-se o lado esquerdo por M , da seguinte maneira:

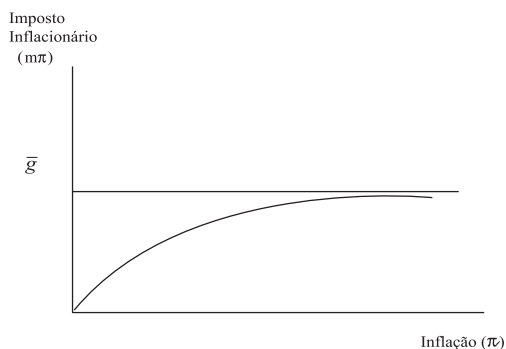
$$\mu = \frac{\delta}{m} \quad (4)$$

em que $\mu = \dot{M}/M$ é a taxa de expansão da base monetária e m é a quantidade real de moeda demandada pelo público como proporção do produto interno bruto. A política monetária é passiva porque a taxa de crescimento da base depende do déficit público a ser financiado por moeda e do comportamento do público com relação à alocação de seus ativos na forma de moeda. Esse regime pode produzir equilíbrio com um patamar de inflação elevado ou um processo de hiperinflação. Analisemos cada um desses dois casos. Para essa finalidade, a equação (3) pode ser escrita como:

$$\dot{m} = \delta - m \pi \quad (5)$$

em que π é a taxa de inflação e, para simplificar, admitimos que o produto real da economia é constante.

Figura 1



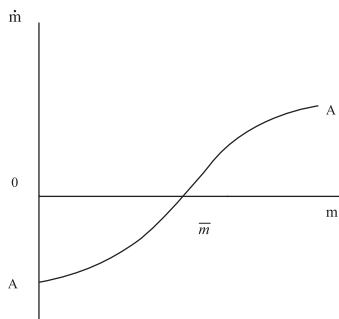
O produto da taxa de inflação pela quantidade real de moeda é o imposto inflacionário. Quando a taxa de inflação aumenta, o imposto inflacionário também aumenta, se a elasticidade da quantidade real de moeda com relação

à taxa de inflação é menor do que um, em valor absoluto, como indicado na Figura 1. Isto é, se a moeda é essencial, o imposto inflacionário é função da quantidade real de moeda e varia em sentido contrário da mesma. Logo, a equação (5) é uma equação diferencial na variável m ,

$$\dot{m} = \delta - \tau(m), \tau'(m) < 0 \quad (6)$$

e sua análise pode ser feita com auxílio de um diagrama de fases com a quantidade real de moeda, no eixo horizontal, e a sua derivada com relação ao tempo ($m = dm/dt$), no eixo vertical.¹ A Figura 2 mostra uma situação em que a economia tem um ponto de equilíbrio com taxa de inflação constante, que corresponde a um valor constante da quantidade real de moeda igual a \bar{m} . Quando a parcela do déficit público financiada por moeda aumenta, a taxa de inflação também aumenta, mudando de patamar.

Figura 2



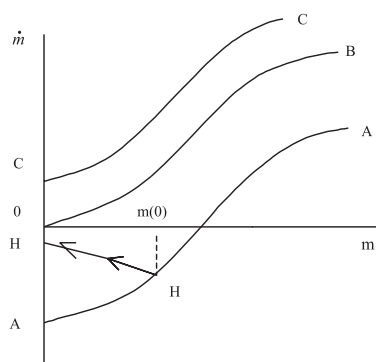
Esse modelo pode produzir hiperinflação, quando o déficit público financiado por moeda aumenta com o passar do tempo, em virtude de uma crise fiscal que, a partir de um certo momento, supera o total do imposto inflacionário que pode ser arrecadado da sociedade. Isto é:

$$\lim_{t \rightarrow \infty} \delta(t) > \lim_{m \rightarrow 0} \tau(m) = \bar{\tau} \quad (7)$$

1. Esta análise é baseada em Barbosa, Cunha e Sallum (2002).

Esse regime é insustentável a longo prazo, porque a restrição orçamentária do governo é violada. Os agentes antecipam que um plano de estabilização ocorrerá a qualquer momento. A economia, enquanto a estabilização não ocorre, segue uma trajetória de hiperinflação *HH*, como desenhado no diagrama de fases da Figura 3.

Figura 3



O regime fiscal com moeda passiva que acabamos de descrever caracteriza-se, do ponto de vista institucional, pela falta de transparência, pela opção do casuísmo em vez de regras e pela falta de representatividade política dos grupos mais pobres da sociedade que acabam pagando a conta de tanta iniquidade. No Brasil, a democracia deu uma arma poderosa aos pobres, obrigados a pagar o imposto inflacionário: o voto. Eles elegeram duas vezes o presidente FHC e rejeitaram essa forma de tributação.

■ 2.2 Regime fiscal com autonomia da política monetária

No regime fiscal com autonomia da política monetária, o Banco Central pode escolher livremente a taxa de inflação de longo prazo da economia. Existem dois casos polares. No regime de câmbio fixo, o Banco Central fixa a taxa de câmbio com relação à moeda de um dado país (o dólar, por exemplo), e atrela a taxa de inflação de longo prazo do país à taxa de inflação do país ao qual fixou o câmbio (os Estados Unidos, no caso). No regime de câmbio flexível, o Banco Central tem liberdade completa para escolher a taxa de inflação de longo prazo do país.

Neste artigo, trataremos apenas do caso do câmbio flexível, pois quando o câmbio é fixo, temos de modificar ligeiramente a restrição orçamentária do governo.

O Banco Central escolhe, portanto, a taxa de expansão monetária (μ), e a restrição orçamentária do governo pode ser escrita como:

$$f + r b \equiv \dot{b} + (\pi + \eta) b + \mu m \quad (8)$$

em que f é o déficit primário, b é a relação entre a dívida pública e o Produto Interno Bruto, π é a taxa de inflação, η é a taxa de crescimento do produto real e $\dot{b} = db/dt$. Essa restrição pode também ser escrita do seguinte modo:

$$\dot{b} = (\rho - \eta) b + f - \mu m \quad (9)$$

em que $\rho = r - \pi$ é a taxa de juros real da economia. Admitiremos que a taxa de juros real da economia é maior do que a taxa de crescimento do produto real, e que ela não muda ao longo do tempo. A solução da equação diferencial (9) é dada por:

$$b(t) = \int_0^t e^{-(\rho-\eta)(t-s)} (\mu m - f) ds \quad (10)$$

supondo-se que a seguinte condição de transversalidade seja satisfeita:

$$\lim_{T \rightarrow \infty} b(T) e^{-(\rho-\eta)(T-t)} = 0 \quad (11)$$

Essa condição afirma que a relação entre a dívida pública e o Produto Interno Bruto pode crescer a uma taxa menor do que a diferença entre a taxa de juros real e a taxa de crescimento do produto real da economia. Caso contrário, a dívida pública é insustentável. A equação seguinte (10), por sua vez, mostra que a economia, em geral, deve produzir superávit fiscal primário, pois a receita com a senhoriagem da moeda (μm) é pequena e desprezível nos países em que o Banco Central tem autonomia na condução da política monetária.

A análise da sustentabilidade da dívida pública admitiu que a sociedade conheça a política fiscal seguida pelo governo a partir de hoje até o futuro longínquo. Na prática, isso não ocorre, e existe uma boa dose de incerteza quando as instituições não são sólidas. O prêmio de risco embutido na taxa de juros real paga pelo governo reflete justamente essa incerteza e explica o fato de que o Brasil tem uma das taxas de juros reais mais elevadas do mundo.

O governo brasileiro deixou de honrar seus compromissos financeiros diversas vezes na sua história recente, mudou contratos de maneira unilateral em várias ocasiões, com a conivência da justiça, e sempre pautou sua conduta pelo casuísmo. Não há surpresa, portanto, que o nosso país seja o campeão mundial da taxa de juros real. Todavia, essa situação pode ser mudada, desde que o financiamento do Estado seja equacionado, e a sociedade subscreva a regra de que o pagamento de dívida contraída é uma obrigação líquida e certa do devedor. O Estado não deve jogar o “jogo de Ponzi”, que ocorre quando o governo paga a totalidade dos juros com mais endividamento público.

A conclusão a que se chega por esse exercício é de que a autonomia do Banco Central para determinar a taxa de inflação de longo prazo da economia depende da sustentabilidade da dívida pública. Esse tipo de regime fiscal pressupõe a existência de instituições capazes de assegurar disciplina fiscal, com um orçamento fiscal transparente e construído com base em premissas realistas e com limites ao endividamento público de acordo com a capacidade de pagá-lo. Um Banco Central que tenha como único objetivo de longo prazo a meta da taxa de inflação não pode operar durante muito tempo num ambiente em que as contas fiscais sejam desorganizadas. Mais cedo ou mais tarde, o Banco Central terá de financiar o Tesouro.

No regime fiscal com autonomia da política monetária, as políticas monetária e fiscal podem, a curto prazo, atuar de maneira anticíclica, enquanto a política monetária persegue, a longo prazo, a meta da taxa de inflação. A regra de Taylor (1993), por exemplo, propõe que o Banco Central fixe a taxa de juros de curto prazo de acordo com a seguinte expressão,

$$r = \bar{\rho} + \pi + \alpha (\pi - \bar{\pi}) + \beta (y - \bar{y}) \quad (12)$$

em que $\bar{\rho}$, $\bar{\pi}$, \bar{y} , são, respectivamente, a taxa de juros real de longo prazo, a meta da taxa de inflação e o produto potencial da economia; y , o produto real; α e β , parâmetros não negativos. Essa regra supõe que o Banco Central ajuste sua taxa de juros de curto prazo toda vez que a taxa de inflação desvie da meta e (ou) que o produto real não seja igual ao produto de pleno emprego.

Uma regra semelhante poderia ser usada para a política fiscal, como por exemplo:

$$f = -\rho b + \gamma - \phi (y - \bar{y}) \quad (13)$$

em que γ , ϕ são parâmetros não negativos. O déficit público operacional, que inclui a soma do déficit primário com o pagamento dos juros reais, seria, a longo prazo, uma proporção constante do Produto Interno Bruto medido pelo parâmetro γ . A curto prazo, o déficit primário diminuiria toda vez que o produto real estivesse acima do produto de pleno emprego e aumentaria em caso contrário. Não seria difícil demonstrar que essa regra de política fiscal faria com que a dívida pública convergisse para um valor de equilíbrio a longo prazo.

Cabe ressaltar o fato de que a política fiscal somente pode ser usada como política anticíclica quando a dívida pública for sustentável e o governo tiver capacidade para endividar-se. Numa situação em que o governo paga um prêmio de risco na taxa de juros da dívida pública, o instrumento da política fiscal não pode ser usado, porque um endividamento maior implica o aumento do prêmio da taxa de juros, agravando a situação de desemprego na economia, em vez de contribuir para sua redução. Como consequência, o governo perde um grau de liberdade nos instrumentos de política econômica à sua disposição quando existe desconfiança de que a dívida pública é insustentável.

3

O REGIME FISCAL DO GOVERNO FHC

O regime fiscal do governo FHC substituiu a emissão de moeda como fonte de financiamento do governo pelo endividamento público. Apesar do aumento da carga tributária, as despesas do governo aumentaram numa velocidade

bem maior, de tal sorte que em todos anos do seu mandato ocorreu um déficit nominal nas contas públicas, financiado pelo aumento da dívida pública. A origem da crise fiscal que produziu a hiperinflação brasileira, a partir da década de 80, é um conflito distributivo dos vários grupos da sociedade brasileira que tentam apropriar-se das despesas do Estado, ao mesmo tempo que esses grupos procuram não contribuir com o pagamento de impostos, gerando um déficit financiado por meio do imposto inflacionário arrecadado das camadas mais pobres da população, num mecanismo perverso de concentração da renda². O governo FHC teve o mérito de acabar com tal perversidade. Todavia, ele não resolveu o conflito, mas apenas transferiu o problema para as gerações futuras, pois a dívida pública é o instrumento pelo qual uma geração transfere para outra o ônus dos gastos do governo, a menos que valha a equivalência ricardiana, uma hipótese certamente rejeitada pela maioria dos economistas.

Um componente importante desse conflito distributivo é a questão da previdência, com o sistema dual das previdências pública e privada. O financiamento da previdência privada é baseado na contribuição dos trabalhadores, apesar de nominalmente existir a contribuição do empregador, uma mera formalidade, porque ela incide na verdade sobre o trabalhador. Esse tipo de contribuição produz informalidade no mercado de trabalho numa proporção que certamente choca qualquer analista, mas que a sociedade brasileira ignora como se nada estivesse acontecendo com metade da força de trabalho do País. A questão da previdência foi certamente empurrada com a barriga pelo governo FHC, postergando-se a sua solução, que vai demandar não somente engenharia econômica, mas sobretudo engenharia política para convencer os diversos grupos envolvidos de que o *status quo* é inviável a longo prazo.

Outro componente importante do conflito distributivo é a situação fiscal do nosso sistema federativo, que demanda uma reforma fiscal. A questão alocativa da reforma fiscal, com a substituição de alguns tributos ruins por outros impostos que não provoquem distorções na produção, é um aspecto importante. Todavia, a questão vital da reforma fiscal diz respeito ao pacto federativo, com a distribuição de encargos e de receitas que permitam o equilíbrio financeiro de cada entidade, seja ela governada por um partido de esquerda ou de direita. Cada entidade deve ter sua autonomia financeira e não procurar transferir para outra, por meio de guerra fiscal ou de outros mecanismos, o financiamento dos seus gastos. A privatização da maioria dos

2. Para a análise de um modelo que trata desse diagnóstico, veja Barbosa (1989).

bancos estaduais no governo FHC foi um avanço nessa direção, porque no passado eles transferiam para o governo federal o financiamento de despesas dos governos estaduais.

A Lei de Responsabilidade Fiscal foi outro avanço do governo FHC, ao proibir que uma entidade de governo financie outra, apesar de que a engenharia financeira criativa pode, algumas vezes, tentar contornar esse obstáculo.

A despeito desses avanços, a reforma fiscal não foi aprovada no governo FHC. Existem duas versões para explicar a sua não aprovação. Uma delas é a de que a equipe econômica do governo FHC temia uma queda na receita tributária quando ela fosse implementada, criando dificuldades adicionais numa situação de fragilidade fiscal. Uma segunda interpretação é a de que uma reforma fiscal requer um pacto político extremamente difícil de ser realizado. Qualquer que seja a explicação para a incapacidade de o governo FHC realizar uma reforma fiscal, a estabilidade do regime de políticas fiscal e monetária não pode prescindir de uma reforma fiscal com regras estabelecidas de comum acordo por todos os envolvidos. Deve-se acrescentar, ainda, o fato de que parte do ajuste fiscal durante o segundo mandato foi baseada em receitas fiscais transitórias, que permitem resolver temporariamente a situação fiscal, mas que revelam a natureza precária do regime fiscal.

A consequência do déficit público é o aumento da taxa de juros real, porque o governo passa a usar parte da poupança da economia para financiar as suas despesas, acarretando o efeito de expulsão do setor privado por meio da redução dos investimentos. Numa economia aberta, o déficit público produz também o déficit gêmeo no balanço de pagamentos e a apreciação da taxa de câmbio real, aumentando o endividamento externo, tornando o país mais vulnerável aos choques externos.

As principais razões para a escalada da dívida pública durante o governo FHC foram as seguintes: i) o déficit primário durante o primeiro mandato; ii) a taxa de juros real elevada durante o primeiro mandato para sustentar o regime de câmbio fixo; iii) os esqueletos incorporados à dívida pública; iv) a indexação da dívida pública à taxa de juros e à taxa de câmbio. Os esqueletos não poderiam ser evitados, porque eram dívidas que existiam, mas que não estavam devidamente contabilizadas. O desajuste fiscal do primeiro mandato e a teimosia do regime de câmbio fixo foram erros de política econômica que poderiam ter sido evitados. A questão da indexação da dívida pública certamente merece uma análise mais aprofundada, mas algumas diretrizes poderiam ser estabelecidas. Em primeiro lugar, não é função do governo oferecer proteção (*hedge*) emitindo títulos com correção cambial. Em

segundo lugar, o Tesouro também não deveria emitir títulos indexados a taxa de juros Selic. O Tesouro deveria emitir dois tipos de títulos: um de curto prazo, sem indexação, e outro de longo prazo, indexado a um índice de preços ao consumidor. Essa sugestão somente pode ser implementada quando o regime fiscal estiver consolidado, e o prêmio de risco da dívida pública for desprezível. Caso contrário, a atribuição de preços aos títulos embutiria prêmios de risco equivalentes à troca de seis por meia dúzia.

A regulamentação do artigo 192 da Constituição Brasileira de 1988 arrasta-se até hoje, pois a sociedade brasileira tem sido incapaz de tomar uma decisão sobre o arcabouço institucional do Banco Central do Brasil. O modelo adotado atualmente na maioria dos países que tiveram sucesso na obtenção de um bom padrão de vida com uma boa distribuição de renda é o de um Banco Central independente na determinação de seus instrumentos de política monetária. O presidente FHC concedeu, na prática, essa independência operacional ao Banco Central do Brasil. Todavia, ele não conseguiu ou não quis institucionalizá-la. A independência operacional é um antídoto para um governo populista, que pretenda: i) explorar o fato de que o Banco Central pode, a curto prazo, obter um pouco mais de produto em troca de uma inflação maior alguns meses adiante; ii) usar o Banco Central para atingir objetivos que ele não tem como alcançar, como o controle de qualquer variável real da economia a longo prazo; iii) financiar o déficit público emitindo moeda. A independência operacional do Banco Central obriga-o a ser mais transparente com a sociedade, explicitando as razões que pautam as decisões de política monetária. Por outro lado, a independência operacional sinaliza para a sociedade o fato de que a instituição desempenha um papel importante no regime de política econômica, independentemente das pessoas que estejam no seu comando. Portanto, um ingrediente importante na institucionalização do novo regime fiscal é a regulamentação do artigo 192 da Constituição Brasileira de 1988, desenhando-se um formato que combine independência operacional com responsabilidade social.

4

CONCLUSÕES

O governo do presidente FHC tem sido objeto de várias críticas infundadas. Uma delas, por exemplo, é a de que, durante o seu governo, a economia foi

guiada pelo mercado financeiro. Esse tipo de crítica confunde causa com efeito. O governo do presidente FHC produziu déficit público sistemático financiado por meio do endividamento público. Essa dívida pública foi intermediada pelo sistema financeiro, que captava a poupança privada para a compra de títulos públicos.

Outra crítica é de que o governo do presidente FHC diminuiu o tamanho do Estado privatizando empresas estatais. Na verdade, o Estado deixou de ser empresário em vários setores, mas o tamanho do Estado aumentou, pois a participação das despesas públicas no Produto Interno Bruto aproxima-se dos 40%, quando, no início do seu mandato, não chegava aos 30%.

Este trabalho procurou argumentar que a principal obra do governo FHC, a estabilização da economia, está inacabada. O regime fiscal que sustenta a estabilização ainda não dispõe de mecanismos institucionais que impeçam a volta ao passado, quando o imposto inflacionário era um mecanismo importante de financiamento do Estado. A troca do imposto inflacionário pelo endividamento público transferiu o problema para o futuro. O mercado financeiro sinaliza, atualmente, que o futuro já chegou, e que esse jogo de postergar a decisão não pode mais ser adiado.

Referências

- BARBOSA, F. H. As origens e conseqüências da inflação na América Latina, *Pesquisa e Planejamento Econômico* 19: 505-23, 1989.
- BARBOSA, F. H.; CUNHA, Alexandre B. da; SALLUM, Elvia M. *A theory of hyperinflation*. EPGE/FGV, 2002. (mimeo.)
- TAYLOR, J. B. Discretion versus rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39: 195-214, 1993.

■ Tramitação

Recebido em 21/11/2002 e aprovado em 05/02/2003.